

Univerzita Karlova v Praze

Právnická fakulta

Disertační práce

Veřejná nabídka cenných papírů

Public Offering of Securities

Červen 2011

Mgr. Jan Mikuláš

Školitel: Prof. JUDr. Stanislava Černá, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou disertační práci vypracoval samostatně, všechny použité prameny a literatura byly řádně citovány a práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

V Praze dne 13.6.2011

Poděkování

Převažující část disertační práce byla psána v letech 2009-2011, kdy jsem mimo působení v advokacii rovněž aktivněji působil na Katedře obchodního práva Právnické fakulty Univerzity Karlovy v Praze. Pouhá možnost být součástí tohoto vynikajícího odborného kolektivu byla vždy velkým impulsem pro další odbornou práci nejen přímo na Katedře obchodního práva, ale především na mé disertační práci. Mé poděkování patří tedy především všem členům Katedry obchodního práva, kteří svým vynikajícím a přátelským způsobem byli a jsou pro mne inspirací jak po odborné, tak po lidské stránce.

Zvláštní a speciální poděkování však chci vyslovit paní profesorce Stanislavě Černé, a to zejména za její vynikající vedení při přípravě této disertační práce, za ochotu a možnost vždy se mi individuálně věnovat, poradit a konzultovat právní problémy s disertační prací související. Vedle toho rovněž za podporu a trpělivost při přípravě této práce, která vznikala skládáním jednotlivých částí popisujících rozdílné právní řády, což se podepsalo na délce jejího zpracování.

Obsah

1.	Úvod.....	3
2.	Pojem cenného papíru.....	6
2.1	Historický vývoj	6
2.2	Vymezení pojmu cenný papír v českém právu.....	9
2.2.1	Pozitivní vymezení pojmu cenný papír v českém právu	10
2.2.2	Negativní vymezení pojmu cenný papír v českém právu.....	15
2.2.3	Investiční cenný papír dle ZPKT	18
2.2.4	Cenné papíry kolektivního investování	23
2.2.5	Nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu)	25
2.2.6	Nástroje umožňující přenos úvěrového rizika	30
2.2.7	Opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje	31
2.2.8	Investiční cenný papír dle ZKI	37
2.3	Definice cenného papíru ve vybraných zahraničních právních řádech	39
2.3.1	Definice v USA dle Securities Act of 1933	39
2.3.2	Investiční smlouva (Investment contract).....	41
2.3.3	Evidence of Indebtedness	51
2.3.4	Sale of Business.....	54
2.3.5	Směnky a dluhopisy (notes)	56
2.3.6	Definice v Německé spolkové republice	59
3.	Veřejná nabídka cenných papírů.....	71
3.1	Prameny	71
3.1.1	Prameny evropského práva.....	71
3.1.2	Prameny českého práva	72
3.2	Pojem veřejné nabídky	74
3.2.1	Nabídka.....	75
3.2.2	Sdělení	77
3.2.3	Širší okruh osob	78
3.2.4	Dostatečné informace	79
3.2.5	Reklama a veřejná nabídka.....	80
3.3	Osoba činící nabídku	80
3.4	Prospekt podle ZPKT	82
3.4.1	Účel prospektu	82
3.4.2	Obsah prospektu	83
3.4.3	Základní prospekt	85
3.4.4	Výjimka z povinností související s veřejnou nabídkou a z povinnosti uveřejnit prospekt	86
3.5	Průběh veřejné nabídky	89
3.5.1	Schvalování	90
3.5.2	Uveřejnění	91
3.5.3	Platnost prospektu	92
3.6	Odpovědnost při veřejné nabídce	93
3.7	Specifické případy	95
3.7.1	Private placement	95
3.7.2	Nabídka cenných papírů zaměstnanců v rámci benefičních programů	97

3.8	Veřejná nabídka při sukcesivním založení akciové společnosti.....	99
3.9	Primární emise cenných papírů (IPO)	101
3.10	Veřejný návrh smlouvy o koupi či směně cenného papíru dle zákona o nabídkách převzetí	102
4.	Zahraniční úprava veřejné nabídky cenných papírů	103
4.1	Úprava veřejné nabídky v USA.....	103
4.1.1	Co je považováno za nabídku dle Securities Act z roku 1933	105
4.1.2	Výjimky z definice veřejné nabídky.....	114
4.1.3	Vyčkávací fáze registrace (waiting period)	116
4.1.4	Obsah prospektu podle Securities Act z roku 1933.....	117
4.1.5	Pojem prodeje cenných papírů	117
4.1.6	Co je prospektem dle Securities Act z roku 1933	120
4.1.7	Výjimky z veřejné nabídky dle Securities Act z roku 1933	121
4.1.8	Post-registrační fáze dle Securities Act z roku 1933	123
4.2	Úprava veřejné nabídky ve Spolkové republice Německo.....	124
4.2.1	Historický vývoj úpravy povinnosti publicity v německém právu.....	125
4.2.2	Zákon o prospektu cenného papíru (Wertpapierprospektgesetz)	128
4.2.3	Německý zákon o prodejním prospektu (Verkaufprospektgesetz).....	147
4.2.4	Odpovědnost při veřejné nabídce dle německého práva	155
5.	Závěr	165
6.	Seznam zkratk	168
7.	Použitá literatura	170

1. Úvod

Problematika veřejné nabídky cenných papírů úzce souvisí s ochranou investorů. Právě téma ochrany investorů je hybným faktorem jakékoliv regulace kapitálového trhu a jeho legislativní kontroly na celém světě. Podmínky a pravidla pro uskutečnění veřejné nabídky cenných papírů poskytují ochranu investorům tzv. v první linii, tedy v okamžiku, kdy investor činí nejzásadnější rozhodnutí, a to zda do daného investičního cenného papíru bude či nebude investovat.

Rozhodnutí investora by bez regulace a splnění povinností stanovených právními předpisy pro uskutečnění veřejné nabídky nemuselo být dostatečně racionální a založené na skutečném stavu ohledně možností a rizik z investice vyplývajících. Proto povinnosti vyplývající pro osobu uskutečňující veřejnou nabídku cenných papírů spočívají především v povinnosti k předložení dostatečných informací (disclosure) a v dodržení formálních náležitostí v rámci jednotlivých fází veřejné nabídky.

Samostatným a velmi podstatným tématem je otázka, která jednání pod pojem veřejné nabídky nespadají. Řešení u konkrétních situací zde nemá pouze teoretický význam, ale rovněž význam praktický, neboť možnost vymanění se z režimu veřejné nabídky znamená pro osoby nabízející cenné papíry značnou úsporu finančních prostředků. Výjimky z veřejné nabídky jsou samozřejmě upraveny přímo příslušnými předpisy. Některá jednání však pod tento režim nespadají na základě výkladů dovozených příslušnými orgány dohledu.

Další zajímavou skupinu výjimek tvoří jednání, která by sice veřejnou nabídkou byla, ale jsou činěna vůči osobám, které jsou dostatečně erudované, a tudíž není na jejich ochraně takový zájem jako u nekvalifikovaných investorů. Vymezení těchto výjimek je rovněž cílem této práce, a to jak dle práva aplikovatelného v České republice, tak pro inspiraci rovněž především dle zahraničních právních řádů.

Pojem veřejné nabídky a s tím související právní problematika není tak nová, jak by se mohlo zdát. Otázka získávání kapitálu vyvstala již v době počátků průmyslové revoluce a s tím postupně vyvstala i nutnost regulace veřejného trhu kapitálu. Například německý zákon o burzách z roku 1896 je dokonce starší než samotný dodnes používaný německý občanský zákoník. V této době se díky novým pokrokovým objevům začaly vyvíjet projekty, které nemohly být realizovány bez dostatečného množství kapitálu. Zrodila se tak akutní potřeba širšího získávání kapitálu. Rozlišovat se začaly již dvě kategorie kapitálu, a to kapitálu vlastního a kapitálu cizího. Základní formou nabízenou historicky na kapitálových trzích pak byla forma získávání vlastního kapitálu, a to nabízením akcií jakožto podílů na daném podniku. Nabídka financování formou cizího kapitálu nebyla tak častá. Nicméně i tato forma se časem velmi rozvinula a v podstatě se stala velmi aktuální až v posledních desetiletích a přinesla s sebou mnohem více rizika pro investory a tedy i potřebu odpovídajícím způsobem na tato rizika reagovat na úrovni právních předpisů.

Cílem práce je popsání současného stavu pravidel pro uskutečňování veřejné nabídky v České republice a dále přiblížení možností řešení dané problematiky v jiných právních řádech. Práce se bude podrobněji zaměřovat na úpravu veřejné nabídky cenných papírů ve Spojených státech amerických, které jsou považovány v této oblasti za vzor pro úpravu mnohých institutů rovněž na evropském kontinentu. Důraz je poté kladen rovněž na úpravu ve Spolkové republice Německo, která je s ohledem na harmonizaci povinností spojených s veřejnou nabídkou v rámci Evropské unie úpravě v České republice velmi blízká. Přitom výklady jednotlivých institutů jsou ve Spolkové republice Německo na velmi dobré úrovni a mohou být cennou inspirací pro stejnou problematiku v České republice. Inspirace názory ze zahraničí tak hraje v této práci významnou úlohu, neboť právě česká odborná diskuze a publikované názory ohledně tématu veřejné nabídky cenných papírů jsou velmi skromné.

Úvod práce se poté z důvodu širšího teoretického základu věnuje rovněž obecněji pojmu cenného papíru a pojmu investičního cenného papíru. Cílem vymezení působnosti pravidel veřejné nabídky v České republice právě s ohledem na investiční cenné papíry je konfrontace s přístupem v Německé spolkové republice a rovněž

v USA, kde nejsou pravidla ohledně veřejné nabídky a stanovení souvisejících povinností omezena striktně jen na instrumenty spadající pod pojem cenného papíru, jak je chápán v českém právu. Možnost zahrnutí i jiných instrumentů či jednání emitentů či osob nabízejících potenciálním investorům zhodnocení jejich kapitálu pod zákonné povinnosti obdobné povinnostem emitenta resp. osoby činící veřejnou nabídku tak může být zajímavou inspirací pro českého zákonodárce. To stále při zachování primárního účelu celé úpravy veřejné nabídky cenných papírů, resp. tzv. prospektového práva, kterým je dostatečná ochrana investorů.

2. Pojem cenného papíru

Nezbytným předpokladem pro výklad problematiky veřejné nabídky je vymezení samotného pojmu cenného papíru. Důležitým je současně výklad pojmu investičního cenného papíru, na který se vztahují přísnější a specifické podmínky dle ZPKT. Podržení či naopak vyloučení konkrétního instrumentu pod pojem cenného papíru resp. investičního cenného papíru má zásadní význam pro aplikovatelnost ustanovení o veřejné nabídce na úkony související s konkrétním nástrojem.

2.1 *Historický vývoj*

Cenný papír je instrumentem, který se vyvíjel po velmi dlouhou dobu a ze základní formy se vyvinul v instrument plnící funkce především platební, úvěrové, průkazné či legitimační. Sledování historického vývoje cenného papíru může napomoci vymezení tohoto pojmu, který, jak bude popsáno v dalších částech práce, není dán vždy jednoznačně. Tak je tomu právě i v českém právu.

První předchůdce cenných papírů lze identifikovat již ve starověku v době existence babylonského státu a starého Egypta. Jednalo se spíše o uznání dluhů či potvrzení ohledně budoucího plnění. Zatímco dle římského práva se kladl důraz na legitimaci věřitele¹, tedy zda je oprávněn k obdržení plnění dle cenného papíru, později se koncepce začala měnit na koncepci pasivní, kdy šlo již o to, zda je dlužník povinen plnit. Autoři publikace *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů* k tomu uvádějí, že „byla-li v listině obsažena doložka, že má být zapláceno třetí osobě, nejednalo se již o to, zda a jakým způsobem je tato osoba oprávněná či ne. Samotné oprávnění (subjektivní právo), tj. věřitelství zůstávalo v pozadí, jeho místo zaujala detence listiny osobou, jež byla (podle znění listiny) k přijetí plnění legitimována (ustanovena) a která byla schopna listinu vrátit.“

¹ Podle zásad římského práva musely být strany smlouvy jasně identifikovány a tudíž koncept cenného papíru „na majitele“ nebo „na řad“ nepřicházel v úvahu. Nicméně jak uvádějí autoři citované publikace *Kurs obchodního práva: právo cenných papírů* i tak se ve starověkém Římě vyskytly jisté typy poukázek rozdáváných římskými císaři (tesserae) znějících na peníze, komodity nebo dokonce vstup do divadla. Tyto poukázky nicméně neměly jasně identifikovanou stranu oprávněného. Nicméně lze zde s nadsázkou říci, že vzhledem k tomu, že se jednalo o poukázky rozdávané římským císařem, pochopitelně se zde těžko mohly plně aplikovat hlavní zásady římského práva, jakožto práva soukromého.

Následný vývoj z počátku středověku přál rozvoji zejména dluhových cenných papírů. To především kvůli vedení četných válek, včetně křížáckých tažení.² Nicméně dluhopisy vydávané v souvislosti s potřebou úvěrů se používaly i při menších obchodech. Vedle toho docházelo postupně k většímu rozvoji bankovníctví jak na straně přijímání peněz do úschovy, tak na straně potřeby poskytovat stále více úvěrů. S tím souvisela i potřeba tyto obchody formalizovat a vydávat potvrzení (kvitance) o přijatých či vydaných peněžních prostředcích. Když německá knížata začala ve 13. století převádět cla a daně od podřízených měst na své věřitele po menších částkách se začal vyvíjet šek. K plnému rozvoji šeku pak došlo v Amsterdamu v 16. století, kdy si kupci začali své peníze ukládat a nechali je spravovat třetími osobami, které ovšem byly pověřeny vyplácet z těchto peněz věřitelům finanční částky dle pokynů kupců. Těmto správcům se říkalo pokladniční správci neboli kasíři.³

Dalším a asi historicky prvním skutečným cenným papírem byly směnky, které se vyvinuly a rozšířily v severní Itálii ve 13. století. Základním ekonomickým důvodem existence směnky v této době byla potřeba severoitalských obchodníků platit svým obchodním partnerům. Avšak převoz peněz či jiných platebních hodnot byl velmi nebezpečný. Směnka tento problém postupně vyřešila. Často uváděnou výhodou směnky v tehdejší době byla možnost poskytnout úvěr třetí osobě, a to úročený, což bylo v rozporu s tehdejší zákazem poskytovat finanční prostředky na úrok jakožto lichvářské jednání.

Námořní cesty a kolonizace urychlily rozvoj cenných papírů souvisejících s lodní dopravou zboží jako náložní list nebo konosament. Pozdější vývoj obchodu, výroby a zárodky průmyslu přispěly k většímu používání cenných papírů a vzniku korporátních cenných papírů především akcií. Rozmach průmyslu ještě více zintenzivnil potřebu dluhových cenných papírů a jiných instrumentů potřebných k úvěrování podnikatelské

² Jako příklad jsou uváděny např. listy vydané anglickým králem v roce 1199, dále v souvislosti s křížáckými výpravami listy vydané francouzským králem Ludvíkem IX. v letech 1258 a 1266 anebo listy vydané městem Split v roce 1261.

³ J. Kotásek, et al. Kurs obchodního práva : právo cenných papírů. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. 4 s. ISBN 978-80-7179-454-7. s. 6.

činnosti. Pozemkové reformy a možnost zastavování nemovitostí pak vedly ke vzniku hypotečních zástavních listů.

Nejmladším impulsem pro rozvoj cenných papírů byla možnost jejich dematerializace, tedy odstranění jejich hmotného substrátu. Tento proces byl postupný a obecně nebyl přijímán dobře, nicméně při řešení problémů se ztracenou či zničenou listinou začalo k postupnému prosazování myšlenky dematerializace docházet. Uvádí se, že poprvé byla možnost procesu podobnému umoření cenného papíru upravena ve francouzském právu v roce 1872, kdy po povstání komunardů byla velká část cenných papírů v zemi zničena. Následný proces dematerializace si vyžádala především potřeba pružného obchodování s cennými papíry, kdy se začalo ukazovat, že proces tradice cenného papíru, který byl navíc často v úschově u třetí osoby, byl příliš náročný a často i nemožný. Logickým důsledkem tedy bylo to, že se postupně dospělo do stavu, kdy při převodu cenného papíru cenný papír úschovou vůbec neopustil, pouze uschovatel provedl na základě pokynu stran obchodu změnu ve své evidenci. Další vývoj pak již vedl k prosazení myšlenky, že není-li třeba cenný papír k jeho dispozici vůbec vydávat, je i nadbytečné jej rovněž fyzicky vyhotovovat. S nástupem moderní techniky pak dochází ke skutečnému prosazení dematerializace cenného papíru a zatlačování jeho tradiční fyzické podoby do pozadí. Pelikánová ohledně dematerializace cenného papíru uvádí, že jestliže podstatou cenného papíru má být vtělení subjektivního práva do papíru nebo jiného substrátu (když odkazuje na Roučka, podle kterého tímto substrátem mohl být např. i kámen), je podle ní potlačení tohoto substrátu jevem rozporným a odporujícím základní povaze cenného papíru.⁴ Dematerializace cenných papírů byla u nás zavedena až přijetím ZCP, přičemž např. obchodní zákoník, který je starší, u akciové společnosti původně zaknihované akcie ani nepředpokládal.

Za další metu v historickém vývoji cenného papíru je však třeba dále považovat rozmach odvozených cenných papírů neboli derivátů, jakožto nových forem cenných papírů. I zde, stejně jako v předchozím historickém vývoji, byly impulzem potřeby obchodního světa a hledání cesty jak především úvěrové transakce zajistit, zefektivnit a urychlit. Většina klasických derivátů začala vznikat v druhé polovině minulého století,

⁴ PELIKÁNOVÁ, Irena. Komentář k obchodnímu zákoníku. 2.díl (s přihlédnutím k evropskému právu). 2. Praha : Linde, 1998. ISBN 80-7201-130-8. S. 603.

přičemž rozmach nových forem zaznamenaly trhy až v devadesátých letech. Deriváty se poté ukázaly být nejen praktickým nástrojem rozvoje cenných papírů, ale rovněž jednou z hrozeb celého kapitálového trhu, kdy obchodní operace s nimi způsobily kolapsy některých velkých finančních institucí a v roce 2008 poté nepřímo zapříčinily globální finanční krizi.

V rámci historického vývoje cenného papíru je za jeden z podstatných mezníků vývoje cenného papíru považován proces tzv. „materializace právního vztahu“. K tomuto docházelo díky většímu prosazování obchodních zvyklostí do právního řádu a potřebě flexibility při obchodních vztazích. Listina a její obsah se dostával postupně před samotný skutkový stav a práva obsažená v listině tak mohla vykonávat ta osoba, která listinu přeložila či jí disponovala. Právo tak začalo víceméně existovat s listinou, a pokud se listina vrátila zpět dlužníkovi, právo zanikalo. V této souvislosti docházelo rovněž k členění cenných papírů podle toho, jakým způsobem z nich bylo možno identifikovat osobu oprávněnou. Od klasických cenných papírů výslovně uvádějících konkrétního věřitele, který jediný mohl právo u dlužníka uplatnit, se v rámci historického vývoje objevovaly cenné papíry, které mohl věřitel uvedený na cenném papíru dále převádět. Převody pak mohly probíhat na základě vůle věřitele, který cenný papír převedl na další osoby. Tím vznikly zárodky cenných papírů na řad. Modifikací je poté cenný papír s tzv. alternativní klauzulí na doručitele, kdy je na cenném papíru stále uveden první věřitel, ale právo z listiny vykonává osoba, která listinu předloží, aniž jí svědčí souvislá řada rubopisů. Nemusí tak prokazovat, jak cenný papír nabyla. Třetím stupněm jsou pak cenné papíry s prostou klauzulí na doručitele, kdy cenný papír neobsahuje ani identifikaci prvního věřitele a práva uplatňuje osoba, která danou listinu předloží.⁵

2.2 Vymezení pojmu cenný papír v českém právu

Současný český právní řád neobsahuje legální definici pojmu cenný papír. Definici lze dovozovat z několika ustanovení v českém právním řádu, nicméně samotná

⁵ J, Kotásek, et al. Kurs obchodního práva : právo cenných papírů. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. 4 s. ISBN 978-80-7179-454-7. s. 10.

definice je dovozována především teorií. Na tomto místě je třeba dodat, že legální definici pojmu cenný papír obsahuje toliko švýcarské právo, konkrétně čl. 965 obligačního zákona ze dne 31. března 1911, podle kterého je cenným papírem „každá listina, na kterou je navázáno právo tak, že bez této listiny nemůže být ani uplatněno, ani převedeno na někoho jiného.“⁶

Následující text se bude dále zabývat vymezením pojmu cenného papíru ze dvou hledisek, a to z hlediska pozitivního a negativního.

2.2.1 Pozitivní vymezení pojmu cenný papír v českém právu

Asi nejobsáhlejší výčet jednotlivých instrumentů, které lze považovat za cenný papír, podává ZCP, který ve svém § 1 odst. 1 uvádí, že cennými papíry jsou zejména akcie, zatímní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny, opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy. Tento výčet je uveden demonstrativně („zejména“), nicméně ZCP ve znění do 1. ledna 2001 obsahoval v ustanovení § 1 odst. 1 výčet taxativní, který začínal následovně: „Tento zákon se vztahuje na tyto druhy cenných papírů“.

K výše popsané změně vymezení působnosti ZCP došlo zákonem č. 362/2000 Sb., kterým se mění zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů a některé další zákony. Podle důvodové zprávy k tomuto zákonu „upouští se od dosavadního vymezení cenných papírů jejich taxativním výčtem a nezavádí se ani obecná definice cenného papíru.“ S tímto závěrem nelze dle mého názoru však plně souhlasit, neboť z původního znění § 1 odst. 1 ZCP lze dovodit, že ani před výše uvedenou novelou nešlo o snahu zákonodárce omezit pojem cenného papíru toliko na zde uvedené instrumenty, nýbrž šlo pouze o vymezení působnosti ZCP, aniž by tím byla popřena možnost považovat za cenné papíry i jiné instrumenty v tomto výčtu neuvedené. Text § 1 odst. 1 ZCP ve znění před 1. lednem 2001 totiž jasně vyjmenovává

⁶ „Wertpapier ist jede Urkunde, mit der ein Recht derart verknüpft ist, dass es ohne die Urkunde weder geltend gemacht noch auf andere übertragen werden kann.“ *Schweizerische Eigenossenschaft* [online]. 2011 [cit. 2010-03-22]. Fünfte Abteilung: Die Wertpapiere Dreiunddreissigster Titel: Die Namen-, Inhaber- und Ordrepapiere Erster Abschnitt: Allgemeine Bestimmungen Art. 964 . Dostupné z WWW: <<http://www.admin.ch/ch/d/sr/220/a965.html>>.

pouze ty druhy cenných papírů, na které se použije a vztahuje ZCP.⁷ Z textu lze tedy dovodit, že ZCP ve znění platném do 1. ledna 2001 předpokládal, že mohou existovat i další druhy cenných papírů mimo ty, které zde byly vyjmenovány. To bylo koneckonců vyjádřeno v písmenu l) tohoto ustanovení, dle kterého se ZCP vztahoval i na jiné listiny, které jsou za cenné papíry prohlášeny zvláštními zákony. Z tohoto ustanovení však již bylo možné dovodit, že zákonodárce měl v úmyslu za cenné papíry považovat pouze takové listiny, které jako cenné papíry byly zákonem výslovně označeny. Zůstává však pravdou, že by asi v tehdejší době bylo velmi těžké de lege lata označit nějakou listinu za cenný papír, pokud by takto nebyla označena zákonem, jak předpokládal § 1 odst. 1 ZCP a zejména písmeno l) tohoto ustanovení. Úvahy o povaze dané listiny jako cenného papíru by totiž mohly mít pouze akademický charakter.

Podobně pak uzavírá i Pelikánová, která uvádí v díle z roku 1998, tedy z doby platnosti ZCP ještě před účinností novely měnící výslovně taxativní výčet na výčet demonstrativní, že český právní řád neobsahuje definici cenného papíru, ZCP obsahuje jen výčet cenných papírů (§ 1 odst. 1) a váže pojem cenného papíru na zákonnou úpravu. Má-li tedy mít něco povahu cenného papíru, musí to spadat do uvedeného výčtu nebo to musí být alespoň upraveno zákonem (kterýmkoliv) jako cenný papír. Kvalifikaci listiny jako cenného papíru tedy není naším pozitivním právem ponechána smluvní volnost stran, uzavírá Pelikánová.⁸

Změna provedená k 1. lednu 2001 tedy vedla k tomu, že možnost užití ZCP na některé v zákonech výslovně jakožto cenné papíry neoznačené instrumenty byla ponechána na uvážení soudů a teorie. Je diskutabilní, zda je tento koncept pojetí cenného papíru, aniž by byla zároveň v zákoně jasně stanovená definice cenného papíru event. alespoň některé jeho definiční znaky, vhodný z hlediska fungování

⁷ Obdobnou legislativní technikou je vymezena působnost zákonů nejen u v České republice, ale například i ve Spolkové republice Německo, a to třeba v německém zákoně o obchodu s cenných papíry (Wertpapierhandelsgesetz - WpHG), kde v § 2 odst. 1 jsou definovány cenné papíry obdobně jako tehdejším znění ZCP – tedy „cennými papíry dle tohoto zákona jsou“. Assmann k tomuto vymezení pak v komentáři uvádí, že toto vymezení postavené na katalogizovaném výčtu vypočítává pouze ty cenné papíry, které jsou upraveny ve WpPH. Viz k tomu Assmann, H.-D.; Schneider, U. Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar. Verlag Dr. Otto Schmidt. Köln 2009. ISBN 978-3-504-40087-3. s. 133.

⁸ PELIKÁNOVÁ, Irena. Komentář k obchodnímu zákoníku. 2.díl (s přihlédnutím k evropskému právu). 2. Praha : Linde, 1998. ISBN 80-7201-130-8. S. 602.

soukromoprávních vztahů, potažmo z hlediska ochrany spotřebitelů, resp. investorů. Argument právě ve prospěch ochrany investorů může spočívat v tom, že za cenný papír lze teoreticky považovat i jiné listiny než ty v zákonech uvedené, které by se mohly obsahově blížit či dokonce splňovat obecná kritéria pro cenný papír, a tudíž takovéto listiny podléhají zvláštnímu a přísnějšímu režimu ohledně jejich existence a nakládání s nimi.

Výše uvedený výčet v ZCP však nijak nestanoví obecná kritéria, která by mohla cenný papír vymezit a vztáhnout i na jiné instituty a instrumenty, které v těchto demonstrativních výčtech nejsou obsažené.

Cenný papír je v teorii vesměs definován velmi podobně jako listina, v níž je zakotveno právo takovým způsobem, že bez této listiny nemůže samostatně existovat. Na konci 19. století definoval Randa cenný papír tak, že „jest-li právo s listinou – obsah jeho naznačující – takovým způsobem sloučeno, že právo toliko prostředkem listiny vládnouti možno jest, tudíž zcizení a jakýkoliv výkon práva jedině listinou se zprostředkuje, mluvíme o cenných papírech“⁹.

Někteří tuzemští autoři¹⁰ považují za vhodnou obecnou legální definici cenného papíru ustanovení § 185i odst. 1 OSŘ, které se týká řízení o umoření listin a stanoví, že umořit lze ztracenou a zničenou listinu, kterou je třeba předložit k uplatnění práva. Podle odst. 3 tamtéž však nelze umořit peníze, loterní losy, sázenky, lístky a známky denního oběhu (vstupenky, jízdenky apod.), kupóny a talóny cenných papírů, listiny, s nimiž je spojeno právo uhrazovat určité právnické osobě v tuzemsku cenu zboží a služeb, jakož i listiny, na jejichž podkladě lze uplatnit jen nárok na vedlejší plnění.

⁹ Randa, A. O cenných papírech, obzvláště o skripturních obligacích. Právník. 1889. s. 1 an.; citováno podle J. Kotásek, et al. Kurs obchodního práva : právo cenných papírů. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. 4 s. ISBN 978-80-7179-454-7. s. 11.

¹⁰ Viz např. Dědič, Jan; Pauly, Jan. Cenné papíry. [1. vyd.]. Praha: Prospektrum, 1994. ISBN 80-85431-98-X. s. 19.

Podle Štenglové, Plívy a Tomsy jsou v každém cenném papíru inkorporována určitá práva, která lze převádět (až na výjimky zákonem výslovně upravené) právě jen prostřednictvím tohoto cenného papíru, resp. spolu s tímto cenným papírem.¹¹

Podle Pelikánové je vymezení pojmu cenného papíru velkým teoretickým problémem, nicméně dle jejího názoru by se mohlo jednat o hmotný substrát, v němž je inkorporováno (vtěleno) subjektivní právo. Osud tohoto práva je proto nerozlučně spjat s hmotným substrátem, nejčastěji listinou.¹²

Dědič a Pauly dále k pojmu cenného papíru uvádějí, že „podstatou cenného papíru je spojení subjektivního práva s písemným projevem vůle takovým způsobem, že subjektivní právo sdílí osud písemnosti. To znamená, že právo vzniká spolu s písemností a spolu s písemností také zaniká. Pokud zanikne písemnost, zanikne i právo s ní spojené. Zaniklé právo však může být obnoveno vydáním náhradní písemnosti.“¹³

Autoři publikace Kurs obchodního práva: právo cenných papírů rozlišují dva charakteristické znaky cenného papíru. Prvním je hmotný substrát, který však nemusí být nutně listina, ale jakýkoliv nosič schopný pojmout dané informace. Dále je to cennost listiny, kterou vnímají ve významu právním, nikoliv obecném. Právně je cennost dle jejich názoru dána tím, že obsah může vyvolat právem aprobované následky. Shodně s ostatními autory pak uvádějí, že právo může být v tomto případě uplatněno, převedeno a vůbec trvat jen společně s listinou.¹⁴

Za cenný papír tak bývá považována taková listina, kterou je třeba předložit k uplatnění práva. Musí jít přitom o listinu, v níž je právo inkorporováno a nelze jej uplatnit jinak než jejím předložením. Obdobnou definici nalezneme například v učebnici finančního práva, podle jejíchž autorů jsou cenné papíry tradičně právní

¹¹ ŠTENGLOVÁ, Ivanka; PLÍVA, Stanislav; TOMSA, Miloš. Obchodní zákoník: Komentář. 12. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-055-3. s. 471.

¹² PELIKÁNOVÁ, Irena. Komentář k obchodnímu zákoníku. 2.díl (s přihlédnutím k evropskému právu). 2. Praha : Linde, 1998. ISBN 80-7201-130-8. S. 602.

¹³ *Ibid.*

¹⁴ J, Kotásek, et al. Kurs obchodního práva : právo cenných papírů. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. 4 s. ISBN 978-80-7179-454-7. s. 13.

vědou definovány jako listiny, ve kterých je vtěleno (inkorporováno) určité subjektivní majetkové právo, přičemž toto právo je s danou listinou spojeno tak úzce a neoddělitelně, že bez ní nemůže být uplatněno ani převedeno a se zánikem listiny rovněž zaniká.¹⁵

Definice cenného papíru je obsažena rovněž v Právnickém slovníku¹⁶, jehož autoři cenný papír definují jako listinu nebo záznam v zákonem stanovené evidenci, s nímž je spojena existence a právní osud určitého subjektivního práva. Pro cenný papír je typické spojení dvou složek, a to subjektivního práva a nosiče, s nímž je toto subjektivní právo spojeno. Autoři Právnického slovníku zdůrazňují, že subjektivní právo je spojeno s cenným papírem takovým způsobem, že bez listiny nemůže být právo ani uplatněno, ani převedeno, přitom práva spojená s cenným papírem mohou být různého charakteru. Nejčastěji jde o pohledávky na peněžitá plnění nebo o účast na právnické osobě nebo majetku nebo i o práva věcná.

Ze všech výše uvedených definic je dle mého názoru nejpřesnější definice obsažená v Právnickém slovníku. Jako jediná totiž spojuje možnost zanesení určitého práva nikoliv jen na hmotný substrát jako např. listina, ale i ono zákonné stanovení evidence. Samozřejmě tento závěr lze dovodit i z jiných definic cenného papíru, resp. tyto jiné definice tento závěr nevylučují, nicméně s ohledem na faktický současný stav, kdy fyzická podoba cenného papíru v podstatě neexistuje, resp. je velmi potlačena, jsem toho názoru, že by definice cenného papíru měla tuto skutečnost jasně reflektovat.

Na základě výše uvedeného lze tedy cenný papír definovat jakožto listinu či jiný hmotný substrát nebo jiný záznam v zákonem povolené a uznané formě, umožňující jasné vymezení obsahu tohoto záznamu (dále společně jen „listina“), jejichž obsahem je takové vyjádření subjektivního práva, že toto právo může existovat, být uplatněno, vykonáváno nebo převedeno pouze na základě dispozice, držbou nebo předložením této listiny.

¹⁵ BAKEŠ, Milan, et al. Finanční právo. 5., C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-801-6.

¹⁶ HENDRYCH, Dušan, et al. Právnický slovník. 3. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-059-1.

Nicméně je faktem, že současná právní teorie ale ani právní praxe nemají většinou problém v konkrétním posuzovaném případě dovodit, zda se jedná o cenný papír či nikoliv. Proto jsou definice výše uvedené spíše vyjádřením obecné právní shody o tomto pojmu. Nicméně pro posuzování některých hraničních případů může mít význam spíše negativní vymezení, kterému se práce věnuje v dalším bodu.

2.2.2 Negativní vymezení pojmu cenný papír v českém právu

Pojem cenného papíru lze vymežit rovněž negativně. Tedy vůči některým listinám či jiným a hmotným substrátům, které by bylo možné považovat na první pohled za cenný papír, nicméně dle teorie i soudní praxe tomu tak není.

Pro negativní pojetí je vhodné nejdříve širší vymezení jednotlivých druhů papírů v právním slova smyslu. Dědič a Pauly uvádějí klasické dělení papírů na papíry (i) deklaratorní, (ii) legitimační a (iii) konstitutivní.¹⁷ Deklaratorní papíry jsou přitom písemné projevy vůle, které nejsou nezbytným předpokladem vzniku nebo trvání práva. Písemná forma tedy není nezbytným předpokladem vzniku či trvání práv (např. smlouvy, které nemusejí být uzavřené písemně). Legitimační papíry poté představují pouze možnost legitimace k určitému subjektivnímu právu. Obsah legitimace a práva je v listině uveden (jedná se o lístky do divadla či kina, jízdenky, lístky od šatny atp.). Dlužník je oprávněn na základě legitimačního papíru plnit osobě, která o předložení legitimačního papíru požádá, avšak není povinen plnit, pokud tato osoba neprokáže své oprávnění i jiným způsobem. Legitimační papíry mohou být přenosné nebo nepřenosné. Konstitutivní papíry popisují Dědič a Pauly jako takové písemné projevy vůle, které jsou nezbytným předpokladem vzniku subjektivních práv a povinností. Teprve s pojmem konstitutivní papíry bývá spojován termín cenný papír. Přičemž v širším pojetí je cenným papírem jakýkoliv konstitutivní papír, tedy např. i smlouva, jejíž forma je povinně písemná (např. smlouvy o nemovitostech). Nicméně i v tomto případě se rozlišuje mezi dokonalým cenným papírem a nedokonalým. Za cenný papír v pojetí právní teorie uvedené v předchozí kapitole této práce lze považovat pouze cenný papír dokonalý. Kritérium dělení mezi dokonalý a nedokonalý cenný papír je poté dáno tím,

¹⁷ Dědič, Jan; Pauly, Jan. Cenné papíry. [1. vyd.]. Praha: Prospektrum, 1994. ISBN 80-85431-98-X. str. 18-19.

zda jde o takový papír, kdy v něm obsažený projev vůle konstituuje pouze vznik práv a povinností (nedokonalý cenný papír) nebo s ním souvisí i osud a zánik těchto práv a povinností (dokonalý cenný papír).

Výše uvedené vymezení, jak jej nastiňují Dědič a Pauly, řeší odpověď na některé možné problémy s vymezením cenného papíru, a to co se týče především tzv. legitimačních cenných papírů, které někdy bývají za cenné papíry považovány. Tak je tomu např. v německém pojetí tzv. „malých cenných papírů“ (kleine Inhaberpapiere)¹⁸.

K negativnímu vymezení může sloužit rovněž pojem „cennost“ daného papíru v právním slova smyslu. Jak výše uvedeno, toto kritérium uvádí autoři publikace Kurs obchodního práva: právo cenných papírů, jakožto definiční znak cenného papíru. Cennost musí být ovšem charakteru objektivního a musí se vztahovat k subjektivnímu právu či povinnosti v daném papíru obsaženém. Rozhodně se tedy nejedná o cennost danou subjektivním vnímáním majitele tohoto papíru (např. listina obsahující poslední vůli zůstavitele, milostný dopis) nebo samotnou hodnotou hmotného substrátu (jako např. vzácný papír psaný zlatým písmem).

Jedním z instrumentů, který si zaslouží zkoumání a vymezení k pojmu cenný papír, jsou platební poukázky na zboží a služby. Tyto poukázky jsou obecně z definice pojmu cenného papíru vyřazeny. Přitom pod pojmem poukázka můžeme chápat vedle jejich typických zástupců, tedy stravenek, i například lístek do kina, letenku¹⁹ atp. Nicméně zatímco u lístku do kina či od šatny je zřejmé, že se jedná bezpochyby o legitimační cenný papír, jehož hlavní závazek neplyne z tohoto papíru, ale z podkladové smlouvy, může být problém u „stravenek“, neboli poukázek na zboží a služby složitější.

V české legislativě nejsou „stravenky“ přímo upraveny, pomineme-li účetní a daňové předpisy. Jedinou konkrétní zmínku a negativní vymezení obsahuje § 3 odst. 3 písm. c) bodu 2. zákona č. 284/2009 Sb., o platebním styku, podle kterého jejich

¹⁸ Viz k tomu blíže kapitola 2.3.6 této práce.

¹⁹ Problematika letenek jakožto cenného papíru byla zkoumána Nejvyšším soudem USA v případě United States versus Jones; viz k tomu blíže kapitola 2.3.3 této práce.

vydávání není peněžní službou. Zůstává tedy otázkou, zda se jedná o legitimační cenný papír, jak definováno níže nebo jde o instrument podobný spíše šeku.

Legitimační cenný papír dle definice Dědiče a Paulyho předpokládá, že osoba povinná nemusí plnit osobě, která daný legitimační papír předloží, pokud neprokáže tato osoba své oprávnění též jiným způsobem. Jinými slovy právním titulem oprávněného není samotný legitimační papír, ale většinou smlouva, která stanovuje vzájemná práva a povinnosti. Tak tomu bude např. u lístku od šatny, kde právní titul vyplývá ze smlouvy o úschově či u kupónu na městskou hromadnou dopravu, kde oprávnění vyplývá ze smlouvy o dopravě, uzavřené mezi příslušným dopravním podnikem a cestujícím. Nicméně smluvní konstrukce poukázek na zboží a služby nemá přímo charakter, kdy by právní titul mezi osobou oprávněnou a osobou povinnou byl nutně založen na přímé smlouvě mezi těmito subjekty. Tyto poukázky na zboží lze totiž velmi jednoduše dále prodávat, a to za nominální hodnotu v nich jasně uvedenou. Navíc je většinou zajištěno, že tyto poukázky budou přijímány a „proplaceny“ či na jejich základě bude plněno třetími subjekty. Jsou tedy dostatečně likvidní. Není ani nijak vyloučena či omezena jejich převoditelnost a osobě, která tuto poukázku předloží, je plněno, aniž by bylo zkoumáno, zda je oprávněným vlastníkem této poukázky.

Poukázky v posuzovaném smyslu lze jednoduše odlišit rovněž od šeku, ačkoliv na první pohled mají strukturou jednotlivých závazků podobný charakter. Ovšem již z definice šeku obsažené v čl. II § 1 odst. 2. ZSŠ vyplývá, že dokument, který má být označován za šek, musí obsahovat bezpodmínečný příkaz k zaplacení peněžité sumy. Poukázky ve formě např. stravenek však v žádném případě neumožňují poskytnutí plnění ve formě peněz a nemohou tak splňovat kritéria šeku. Navíc podle čl. II § 2 ZSŠ listina, ve které chybí některá náležitost uvedená v § 1, není platná jako šek.

Nicméně i u poukázek, neboli „stravenek“ lze nakonec dohledat titul k plnění v konkrétní smlouvě. Jde o smlouvu mezi příjemci poukázek a jejich vydavatelem. Plnění poskytované příjemci poukázek je pak obdobou plnění ve prospěch třetí osoby. V konkrétní poukázce tak právo není vtěleno takovým způsobem, že by bez něj

nemohlo existovat, resp. poukázka samotná neobsahuje právní titul nároku požadovaného jeho držitelem.

Stravenky či obdobné poukázky lze ale podřadit pod poukázku upravenou v § 535 a násl. ObčZ. Pro úplnost zbývá dodat, že poukázky a „stravenky“ lze považovat za ceniny, které obecně nahrazují v peněžním styku peníze (např. poštovní známky nebo kolky). Tyto druhy poukázky např. ve formě „stravenek“ tedy nesplňují ani obecně přijímanou definici pojmu cenný papír.

2.2.3 Investiční cenný papír dle ZPKT

Definice investičního cenného papíru hraje důležitou roli v české úpravě veřejné nabídky dle ZPKT jakožto nejobsáhlejšího a nejpracovanějšího regulativu veřejné nabídky. ZPKT totiž upravuje pouze veřejnou nabídku instrumentů, které spadají pod definici investičního cenného papíru. Bakeš stručně shrnuje pojem investičního cenného papíru, za cenný považuje takový „cenný papír, který je vhodný k investování, resp. obchodování na kapitálovém trhu“.²⁰ Toto vymezení je však velmi obecné a pro účely podrobnějšího zkoumání je zapotřebí si pojem investičního cenného papíru rozebrat blíže.

Pojem investičního cenného papíru pro účely vymezení pojmu veřejné nabídky a povinností k vyhotovení a uveřejnění prospektu pochází z evropského práva. Původně byl tento pojem navázán na čl. 1 odst. 4 směrnice č. 93/22/EHS, tzv. směrnice o službách cenných papírů. Tato směrnice byla později nahrazena směrnicí č. 2004/39/ES o trhu finančních instrumentů (MiFID) a tudíž rovněž definování pojmu cenného papíru pro účely veřejné nabídky a směrnice č. 2003/71/ES o prospektu, bylo nově navázáno právě na MiFID, konkrétně na její čl. 4 odst. 1 č. 18.

Pojem investičního cenného papíru je v českém právu definován v § 3 odst. 2 ZPKT, přičemž se jím rozumí cenné papíry, které jsou obchodovatelné na kapitálovém

²⁰ BAKEŠ, Milan, et al. Finanční právo. 5., C.H.Beck, 2009. .ISBN 978-80-7400-801-6. s. 427.

trhu²¹. Totéž ustanovení dále obsahuje demonstrativní výčet investičních cenných papírů, který obsahuje:

- a) akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti nebo jiné právnické osobě;
- b) dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky,
- c) cenné papíry nahrazující cenné papíry uvedené v písmenech a) a b);
- d) cenné papíry opravňující k nabytí nebo zcizení investičních cenných papírů uvedených v písmenech a) a b);
- e) cenné papíry, ze kterých vyplývá právo na vypořádání v penězích a jejichž hodnota je určena hodnotou investičních cenných papírů, měnových kurzů, úrokových sazeb, úrokových výnosů, komodit nebo finančních indexů či jiných kvantitativně vyjádřených ukazatelů.

Základem vymezení pojmu investiční cenný papír je tedy jeho obchodovatelnost na kapitálovém trhu. Z jazykového výkladu lze dovodit, že musí jít o takový cenný papír, jehož povaha připouští, aby byl na kapitálovém trhu obchodován. Zda tomu tak ve skutečnosti je či nikoliv, není rozhodující. Obecné vymezení pojmu investiční cenný papír, jak výše popsáno, bylo do ZPKT vloženo zákonem č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony. Důvodová zpráva k tomuto zákonu v této souvislosti uvádí, že definice investičního cenného papíru vychází z „ekonomické podstaty kapitálového trhu a zdůrazňuje, že není nebytně nutné, aby byl příslušný nástroj v daný okamžik na kapitálovém trhu obchodován, nýbrž rozhodná je jeho vlastnost „být obchodován“.

Koncepce pojmu investiční cenný papír je tak podobná koncepci zvolené při vymezení působnosti ZCP a shodně díky demonstrativnímu výčtu nechává možnost podřazení pod tento pojem jakéhokoliv instrumentu, který splní požadavky definice

²¹ Pojem investičního cenného papíru a jeho definici obsahuje rovněž § 2 odst. 2 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.

uvedené v § 3 odst. 2 ZPKT. Na rozdíl od úpravy a vymezení cenného papíru obecně dle ZCP nabízí ZPKT jasnou legální definici pojmu investiční cenný papír, byť definiční kritérium ponechává relativně velký prostor pro subsumpci různých instrumentů pod pojem investičního cenného papíru.

Bližší pozornost si zaslouží demonstrativní výčet investičních cenných papírů uvedený v § 3 odst. 2 ZPKT. Otázky vyvolává výčet především v souvislosti s vymezením investičních nástrojů uvedený v § 3 odst. 1 ZPKT, přičemž výčet je zde taxativní bez uvedení obecné definice, jak je tomu u investičních cenných papírů. Mezi investiční nástroje se řadí vedle samotných investičních cenných papírů rovněž např. cenné papíry kolektivního investování, opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje, jejichž hodnota se vztahuje ke kurzu nebo hodnotě cenných papírů, komoditám a další. Je třeba si zde položit otázku, zda nejde o zdvojený výčet, pokud by jiné taxativně uvedené investiční nástroje s výjimkou investičního cenného papíru byly resp. mohly být považovány dle definice obsažené v § 3 odst. 2 ZPKT rovněž za investiční cenný papír. Pokud by tomu tak bylo, potom by buďto výčet v § 3 odst. 1 ZPKT byl zbytečný nebo by demonstrativní výčet u definice investičních cenných papírů byl zbytečně neúplný.

Vzhledem k tomu, že vymezení pojmu investiční cenný papír je pro účely pochopení a vymezení veřejné nabídky dle ZPKT zásadního významu, budou v následujícím textu blíže rozebrány jednotlivé instrumenty uvedené v taxativním výčtu investičních nástrojů dle § 3 odst. 1 ZPKT, a to z důvodu posouzení, zda i tyto nástroje lze považovat na investiční cenný papír.

Pro posouzení, zda tyto investiční nástroje splňují kritéria definice investičního cenného papíru, je nutné nejdříve vymezit pojem „obchodovatelnosti na kapitálovém trhu“ jakožto základní kritérium pro zařazení daného nástroje pod pojem investičního cenného papíru.

Pojem kapitálového trhu není v českém právu vymezen. Obdobně je tomu tak i např. v právu německém. Vychází se totiž s velkou pravděpodobností z toho, že jde o

pojem odborné veřejnosti obecně známý. Kapitálový trh lze vymezit jako část finančního trhu, přičemž v jeho rámci se obchoduje s kapitálem představovaným různými cennými papíry. Finanční trh definuje Bakeš jako „systém vztahů, nástrojů, subjektů a institucí, umožňujících shromažďování, soustřeďování, rozdělování a rozmísťování dočasně volných peněžních prostředků na základě nabídky a poptávky. Finanční trh umožňuje redistribuci dostupných peněžních zdrojů na dobrovolném, smluvním principu.“²² Finanční trh lze dělit na trh peněžní a trh kapitálový. Trh peněžní je trhem krátkodobých peněz s dobou splatnosti do jednoho roku, častěji však v řádu dnů či měsíců. Patří sem např. pokladniční poukázky, krátkodobé úvěry atp.²³ Jako příklady typických nástrojů kapitálového trhu pak Bakeš uvádí dlouhodobé dlužnické cenné papíry (dluhopisy), bankovní a konsorciální úvěry, hypoteční úvěry a hypoteční zástavní listy.²⁴ Německé pojetí definice kapitálového trhu rozlišuje více přístupů. Širší pojetí vychází z funkčního posouzení trhu jakožto souhrn transakcí, díky kterým jsou dlouhodobé finanční prostředky vytvářejí věcný kapitál, neboli uspořené peněžní prostředky jsou na tomto trhu proměněny v různé investice. Užší pojetí naproti tomu omezuje pojem kapitálového trhu na souhrn trhu cenných papírů, který je tvořen trhem akcií a dluhových cenných papírů. Jako jeden z dalších přístupů poté vychází pouze z rozlišení, co se týče doby investice, kdy je odlišován trh peněžní a trh kapitálový, tedy jako trh středně a dlouhodobých úvěrů a půjčím či jiných forem financování.²⁵

Právě kapitálový trh je tím, který je předmětem dohledu regulatorních orgánů v různých státech a jurisdikcích.²⁶ Kritériem pro obchodovatelnost nemůže být ani skutečnost, v jaké formě je cenný papír vyhotoven, a tedy obchodovatelnosti v žádném případě nebrání ani skutečnost, že cenný papír je zaknihovaný nebo ve formě hromadné listiny.²⁷

²² BAKEŠ, Milan, et al. Finanční právo. 5., C.H.Beck, 2009. .ISBN 978-80-7400-801-6. s. 100.

²³ Viz k tomu *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-17]. Money market. Dostupné z WWW: <http://en.wikipedia.org/wiki/Money_market>.

²⁴ BAKEŠ, Milan, et al. Finanční právo. 5., C.H.Beck, 2009. .ISBN 978-80-7400-801-6. s. 101.

²⁵ LENENBACH, Markus. Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht. 2. Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, 2010. ISBN 3-8145-8127-9. s. 4.

²⁶ Viz např. *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-17]. Capital market. Dostupné z WWW: <http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_market>.

²⁷ Obdobně rovněž německá teorie viz HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 77.

Z hlediska definice investičního cenného papíru je tedy rozhodující, že daný instrument či nástroj musí být (i) cenným papírem a (ii) z jeho povahy musí být zřejmé, že je obchodovatelný na kapitálovém trhu. Pokud je možno uzavřít, že daný instrument je cenným papírem (k tomu blíže viz výše kapitola 2.2 této práce), lze rozlišovat dvě hlediska, která nám mohou pomoci zhodnotit možnost jeho obchodovatelnosti v rámci kapitálového trhu. První hledisko vychází z povahy samotného druhu daného cenného papíru a vlastností tohoto druhu jakožto celku (např. akcie je pojmově cenným papírem, který je obchodovatelný na kapitálovém trhu; nicméně např. šek ze své povahy nemusí být na kapitálovém trhu obchodovatelný). Druhé hledisko zkoumá subjektivní, konkrétní a individuální vlastnosti jednotlivého cenného papíru (ať již jednotlivého kusu nebo celé emise), který obecně může být obchodovatelný na kapitálovém trhu, nicméně v tom kterém konkrétním posuzovaném případě tomu tak není. Jednalo by se například o veřejně neobchodovatelné akcie nebo akcie na jméno, jejichž převoditelnost je omezena dle § 156 odst. 4 ObchZ nebo některé formy opcí. Obdobně by bylo možno posuzovat například šek, který lze za jistých podmínek považovat za obchodovatelný na kapitálovém trhu, v jiném případě nikoliv. Ačkoliv je totiž šek ze své povahy individuálně emitovaný a jakožto dlužnický cenný papír určený primárně k placení, a tudíž si lze stěží představit situaci, kdy by takovýto šek obíhal a byl předmětem obchodů na kapitálovém trhu (ačkoliv jeho převoditelnost nelze vyloučit a často k ní i dochází), bylo by možné uvažovat o situaci, kdy emitent vydá individuálně větší množství šeků za účelem financování, jejichž předmětem bude příkaz výstavce např. vůči bance, u níž má vedený úvěrový rámec, a které převede za úplaty či za poskytnutí zboží či služeb na třetí osobu – investora – již s tím záměrem, že tento bude šeky dále prodávat osobám, které později uplatní právo na vyplacení šeku v bance.

Pokud při posouzení pojmu investiční cenný papír vycházíme dále z obecně přijímané definice kapitálového trhu, dospěli bychom k závěru, že investičním cenným papírem dle ZPKT je pouze instrument, jehož prostřednictvím se zajišťují tzv. „dlouhodobé peníze“. Všechny ostatní instrumenty nabízené na trhu obecně nebo v konkrétním případě nemohou definici investičního cenného papíru dle ZPKT splňovat.

Rozhodujícím faktorem tedy je hypotetická, ovšem reálná možnost obchodování daného cenného papíru na kapitálovém trhu. Roli by neměl hrát fakt, že daný cenný papír v současné době resp. v době posuzování, zda spadá pod definici investičního cenného papíru, není na kapitálovém trhu obchodován (např. z důvodu jeho nízké atraktivitě mezi investory) nebo že jeho obchodování brání překážky formálního charakteru.

Dojde-li ke splnění výše uvedených kritérií, je nutno daný instrument či nástroj považovat za investiční cenný papír, z čehož podle pravidel veřejné nabídky upravené v ZPKT plynou důsledky upravené v § 34n. ZPKT. A contrario lze uzavřít, že vyloučení daného instrumentu či nástroje z pojmu investičního cenného papíru na základě výše uvedených kritérií, vylučuje rovněž aplikaci § 34n ZPKT a tedy emitent či osoba nabízející takovýto instrument event. za splnění podmínek neobchodovatelnosti i cenný papír veřejnosti, nepodléhá režimu ZPKT a není povinna dodržovat povinnosti uvedené v § 34n ZPKT.

2.2.4 Cenné papíry kolektivního investování

Jako cenné papíry kolektivního investování lze dle důvodové zprávy k ZPKT označit podílové listy podílového fondu, akcie investičního fondu a cenné papíry vydané v zahraniční obdobné těmto cenným papírům.

Před samotným posouzením, zda se cenné papíry kolektivního investování považují dle ZPKT za cenné papíry dle tohoto zákona, je třeba vzít v potaz, že ZKI obsahuje v § 2 odst. 2 vlastní definici investičního cenného papíru, která se (i) použije pouze pro účely ZKI; (ii) od definice použití v ZPKT se v některých ohledech liší. Vymezení pojmu investičního cenného papíru podle ZKI se věnuje rovněž kapitola 2.2.8 této práce.

Podle § 2 odst. 1 písm. a) ZKI je kolektivním investováním podnikání, jehož předmětem je shromažďování peněžních prostředků upisováním akcií investičního fondu nebo vydáváním podílových listů podílového fondu, investování na principu

rozložení rizika a další obhospodařování tohoto majetku. V rámci kolektivního investování tedy vstupuje mezi konečného investora a cílový instrument prostředník, kterým je investiční společnost nebo podílový fond.²⁸ Z výše uvedené definice kolektivního investování lze dovodit, že cennými papíry kolektivního investování budou ty, jejichž prostřednictvím se kolektivní investování dle ZKI uskutečňuje, tedy akcie investičního fondu a podílové listy podílového fondu. Z tohoto vychází i úvodní vymezení dle důvodové zprávy.

Hodnota cenných papírů kolektivního investování je přímo odvislá od hodnoty cenných papírů obhospodařovaných danou investiční společností nebo podílovým fondem v rámci jejich portfolia. S trochou nadsázky by se dalo říci, že cenné papíry kolektivního investování jsou svým způsobem deriváty, neboť jsou odvozeny od jiných podkladových instrumentů. Nicméně v případě cenných papírů kolektivního investování nevzniká přímo ani nepřímo právo držitele tohoto cenného papíru na jakékoliv cenné papíry držené investiční společností nebo podílovým fondem. Jediné pojítka mezi nimi je tedy pouze hodnota daného portfolia.

Co se týče akcií investičních společností, je zřejmé, že tyto jsou investičním instrumentem dle ZPKT nejen dle definice obsažené v § 3 odst. 1 písm. b) ZPKT, ale rovněž obsažené pod písmenem a) tamtéž. Jedná se totiž rovněž o investiční cenný papír, a to ve smyslu jak obecné definice § 3 odst. 2 ZPKT, tak dle demonstrativního vymezení v § 3 odst. 2 písm. a) ZPKT. Akcie investiční společnosti, která dle § 60 odst. 1 ZKI může mít pouze formu akciové společnosti, je totiž nepochybně akcií představující podíl na společnosti, jak vymezeno v § 3 odst. 2 písm. a) ZPKT. Ohledně obecného vymezení definice investičního cenného papíru dle ZPKT je zde třeba dovodit, že akcie investiční společnosti jsou jistě obchodovatelné na kapitálovém trhu. V tomto případě jde tedy o zdvojení definice investičního instrumentu ZPKT, kdy je akcie podílového fondu možné zařadit pod výčet dle § 3 odst. 1 písm. a) a písm. b) ZPKT.

²⁸ Je třeba dodat, že podle § 2a ZKI kolektivní investování, resp. shromažďování peněžních prostředků od veřejnosti za účelem jejich společného investování nebo investování takto nabytých peněžních prostředků je zakázáno, pokud není prováděno podle ZKI.

Podílový list podílového fondu je přitom zvláštním cenným papírem upraveným výslovně v § 8 ZKI, přičemž odst. 1 tohoto ustanovení jej definuje jako cenný papír, který představuje podíl podílníka na majetku v podílovém fondu a se kterým jsou spojena další práva plynoucí z tohoto zákona nebo statutu.

Podílový list je výslovně uveden jakožto investiční nástroj dle ZPKT. Nelze jej však zařadit pod žádný z demonstrativních výčtů investičního cenného papíru dle ZPKT. Podílový list by sice mohl být považován za cenný papír „obdobný akcií“, jak předpokládá § 3 odst. 2 písm a) ZPKT, nepředstavuje však podíl na právnické osobě, neboť jde o vyjádření podílu na majetku podílového fondu, který není výslovně dle § 6 odst. 2 věty druhé ZKI právnickou osobou. Je tedy třeba zkoumat, zda se může jednat o investiční cenný papír ve smyslu ZPKT podle obecné definice, tedy že jde o cenný papír obchodovatelný na kapitálovém trhu.

Podílový list je převoditelný cenný papír, v případě převodu podílového listu na řad je převod vůči investiční společnosti účinný okamžikem zápisu do seznamu podílníků vedeném investiční společností (§ 8 odst. 4 ZKI).

2.2.5 Nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu (nástroje peněžního trhu)

Dle důvodové zprávy k zákonu č. č. 230/2008 Sb., kterým se mění zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů, a další související zákony je za nástroje peněžního trhu třeba rozumět zejména pokladniční poukázky, depozitní certifikáty a komerční papíry.

I zde může pomoci preciznější definice obsažená v § 2 odst. 3 ZKI, podle které se nástrojem peněžního trhu rozumí nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu, jsou likvidní a mají hodnotu, kterou lze kdykoliv přesně určit. Otázku zde jistě vyvolává požadavek přesné určitelnosti hodnoty, nicméně jsem toho názoru, že u většiny níže uvedených instrumentů by byl i tento požadavek splněn. Ovšem pro účely ZPKT nelze definici použitou v ZKI plně využít a pojem nástrojů, se kterými se

obvykle obchoduje na peněžním trhu, by neměl být s ohledem na ZKI dle mého názoru vykládán restriktivně.

V následujícím textu jsou blíže popsány některé instrumenty, které zmiňuje důvodová zpráva k ZPKT a podřazuje je pod pojem nástrojů obvykle obchodovaných na peněžním trhu.

Pokladniční poukázky

Pokladniční poukázka je krátkodobým dluhopisem (tedy se splatností do jednoho roku) vydávaným státem nebo bankami. V tomto případě není třeba zkoumat, zda je splněná obecná definice cenného papíru, neboť dluhopis je dle § 1 odst. 1 ZCP uveden mezi demonstrativním výčtem cenných papírů. Dále je dluhopis výslovně jakožto cenný papír označen v § 2 odst. 1 ZoD, podle kterého je dluhopis zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit. Obdobný charakter mohou mít rovněž kupóny, které jsou v § 2 odst. 5 ZoD cenné papíry na doručitele, které lze vydávat pro účely uplatnění práva na výnos z dluhopisu. Listinné kupóny se vydávají v kupónovém archu.

Pokladniční poukázka tak splňuje náležitosti první části definice investičního cenného papíru. Dále je třeba zkoumat, zda jsou pokladniční poukázky obchodovatelné na kapitálovém trhu. Pokladniční poukázky jsou jedním ze standardně nabízených produktů, přičemž investoři v tomto případě umísťují své volné finanční prostředky do těchto dluhových instrumentů. Pokladniční poukázky jsou nakupované nejprve na primárním trhu²⁹, následně s nimi lze však obchodovat, tedy nakupovat a prodávat rovněž na trhu sekundárním. Jak nákup poukázek na primárním trhu, tak obchodování s nimi na trhu sekundárním je jedním z běžných produktů nabízených investorům obchodníky s cennými papíry v České republice.

Nicméně v souladu s obecně přijímanou definicí kapitálového trhu, je třeba dospět k závěru, že pokladniční poukázky nejsou instrumentem, se kterým lze

²⁹ Aukci pokladničních poukázek zajišťuje Česká národní banka.

obchodovat na kapitálovém trhu, neboť jejich splatnost je obvykle do jednoho roku. Jsou tedy předmětem obchodování na peněžním trhu. Splňují tedy sice obecnou definici investičního nástroje, ovšem již nikoliv definici investičního cenného papíru dle ZPKT.

Depozitní certifikáty

Depozitní certifikát je produkt obsahem podobný vkladovému účtu s prvky dluhopisu. Jedná se ve své podstatě o potvrzení banky o vkladu a představuje nárok držitele na výplatu peněžních prostředků složených na vkladovém účtu u banky. Výplata vkladu je možná až v předem stanovené době, většinou v délce trvající od tří měsíců až do pěti let. Minimální resp. nulová likvidita je zde nahrazena vyšším úrokem, než který by vkladatel dosáhl na běžném vkladovém účtu.

Směnka a depozitní směnka

Produktem podobným depozitnímu certifikátu je depozitní směnka, která se v současné době v nabídce bank a finančních institucí vyskytuje skoro více než výše uvedený depozitní certifikát. Důvodová zpráva k ZPKT však nedává jasný návod, zda i tento instrument lze považovat za investiční nástroj. Obdobně lze posoudit i směnku „klasickou“.

ZSŠ pojem směnky nedefinuje. Kovařík definuje směnku jako „cenný papír vydaný v zákonem stanovené formě, kterým se určité osoby (směneční dlužníci) zavazují majiteli směnky zaplatit v místě a čase vyplývajícím z listiny částku směnkou určenou s tím, že jde o závazky přímé, bezpodmínečné, nesporné a abstraktní.“³⁰ Majiteli přitom nemusí být nutně poskytnuto na základě směnky peněžité plnění, nicméně směnka znějící na nepeněžité plnění není dle ZSŠ u nás možná. V tomto případě by se jednalo o poukázku dle ObčZ. Věřitelem ze směnky přitom musí být vždy individuálně určená osoba, nicméně tento cenný papír lze převádět způsobem stanoveným pro jakýkoliv jiný cenný papír dle ZCP.

³⁰ KOVAŘÍK, Zdeněk. Směnka a šek v České republice. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 80-7179-549-6. s. 50.

Dvořák popisuje depozitní směnku jako bankovní dluhový cenný papír, jehož režim se řídí dle ZŠ³¹. Výstavcem směnky vlastní je zde banka, která se zavazuje v době její splatnosti vyplatit klientovi, oprávněnému majiteli směnky, směnečnou částku, kterou klient složil v bance. Splatnost směnky může být na viděnou nebo v podobě pevné lhůty splatnosti - pevně stanovený den. Banka není povinna proplatit směnku před uvedeným datem, ale je povinna proplatit směnku i po datu, které je stanoveno jako poslední den k předložení, a to až do tří let od tohoto data.

Výnos z depozitních směnek je ve formě úrokového výnosu vyplývajícího z úrokové doložky na směnce. Úroková doložka stanoví pevnou úrokovou sazbu, kterou je úročena směnečná částka ode dne vystavení do dne splatnosti. Majitel směnky dostává v době splatnosti směnečnou částku plus úrok. Úrokový výnos podléhá zdanění daně z příjmu.

Výnos může být také ve formě diskontu, kdy je směnka klientovi při emisi prodána za diskontovanou hodnotu a v době splatnosti je vyplacena nominální hodnota směnky.

K otázce možné subsumpce směnky a depozitní směnky pod pojem investičního nástroje se v české odborné veřejnosti objevilo doposud několik stanovisek. Lze shrnout, že vesměs se všechna vyjadřují kladně co se týče depozitní směnky, kterou za investiční nástroj považují. Ohledně směnky klasické nejsou tyto závěry až tolik jasné.

Prezidium Komise pro cenné papíry se otázkou zabývalo již v roce 2003, když uzavřelo, že depozitní směnka je instrumentem peněžního trhu ve smyslu dnes již neúčinného ustanovení § 8a odst. 1 písm. c) ZCP. Lze tak dovodit kontinuitu tohoto názoru a vztáhnout závěr obdobně na pojem „nástroje, se kterými se obvykle obchoduje na peněžním trhu“ použitý v § 3 odst. 1 písm. c) ZPKT.

³¹ DVOŘÁK, Petr. Bankovnictví pro bankéře a klienty. 3., přeprac a rozš. vyd. Praha : Linde, 2005. ISBN 80-720-1515-X. s. 380

Kovařík uvádí, že směnka nemůže být kótovaným cenným papírem a tedy nepřichází v úvahu její prodej na regulovaném trhu.³² V souvislosti s prodejem zastavené směnky pak dovozuje, že tato může být prodána pouze v rámci veřejné dražby obchodníkem s cennými papíry. Co se týče směnky jako investičního nástroje, podle Kovaříka lze považovat směnku za investiční cenný papír, a to dle vymezení v §8a odst. 2 písm. c) ZCP ve znění účinném do 30. dubna 2004. Kovařík tedy směnku zařazuje ve znění dnešních právních předpisů pod „cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky“ uvedené v § 3 odst. 2 písm. b) ZPKT.³³

Zajímavou analýzu a závěry v tomto ohledu nabízí Kokeš, podle kterého lze směnku považovat za investiční nástroj, její podřazení definici investičního cenného papíru je však dle jeho názoru vyloučeno.³⁴ Kokeš vychází z obecné definice pojmu investiční cenný papír, který předpokládá obchodovatelnost tohoto cenného papíru na kapitálovém trhu. Není přitom zřejmé, zda směnka jako taková může být z hlediska časového instrumentem s krátkou dobou splatnosti nebo s dlouhou. Jak Kokeš uvádí, literatura dovozuje, že směnka je spíše instrumentem dlouhodobým. Z tohoto pohledu by směnka mohla být obchodovatelná na kapitálovém trhu jakožto trhu dlouhodobých instrumentů. Ovšem stejný závěr lze dovodit i ohledně směnky jakožto nástroje obchodovatelného na peněžním trhu - tedy trhu krátkodobém. V takovém případě se jedná ovšem pouze o některé typy směnek, které jsou vysoce likvidní a z jejich individuální povahy tato možnost vyplývá (a blíží se tak velmi svou funkcí dluhopisům). Obdobně Kokeš uvádí možnost, že by směnka mohla být podobná dlouhodobým dluhopisům, pokud by jeden subjekt vydal větší množství směnek splatných za delší dobu (např. pět let). Nicméně za odlišující znak Kokeš považuje zastupitelnost, resp. v případě směnky její nezastupitelnost jakožto cenného papíru. Nezastupitelnost má být i důvodem, proč směnka není za nástroj kapitálového trhu považována.

³² KOVAŘÍK, Zdeněk. Směnka a šek v České republice. 5. Praha: C.H.Beck, 2009. ISBN 80-7179-549-6. str. 149.

³³ KOVAŘÍK, Zdeněk. Směnka a šek v České republice. 4. Praha: C.H.Beck, 2001. s. 143. Citováno podle KOKEŠ, J. Lze směnku považovat za investiční nástroj.. Právní rozhledy. 2005, 2, s. 60

³⁴ KOKEŠ, J. Lze směnku považovat za investiční nástroj.. Právní rozhledy. 2005, 2, s. 60

S výše uvedeným názorem Kokeše nemohu plně souhlasit. Je pravdou, že srovnáme-li směnku s dluhopisy, hraje zastupitelnost svou roli a nelze tedy směnku považovat za cenný papír „obdobný dluhopisům“, jak to předpokládá § 3 odst. 2 písm. b) ZPKT. Potud lze závěry přijmout. Nicméně tento závěr dle mého názoru pomíjí obecnou definici investičního cenného papíru dle ZPKT obsaženou v jeho § 3 odst. 1 větě první. Definice totiž zmiňuje toliko pojem „obchodovatelnosti“, což, jak uvedeno výše, je třeba vykládat jako teoretickou možnost daného cenného papíru být obchodován v rámci kapitálového trhu. Vzhledem k tomu, že kapitálový trh je vymezen pouze jako „trh dlouhodobých peněz“, není důvod si nepředstavit, že by směnky s dlouhodobou splatností na takovémto trhu mohly být obchodovány, přičemž není nutností, aby šlo o regulovaný trh. Směnka jako taková by jistě mohla být obchodována např. na OTC trhu a fakt, že jde o cenný papír nezastupitelný, na tomto závěru nic nemění. Jsem přesvědčen, že směnka by tedy za jistých okolností mohla splnit nároky kladené na investiční cenný papír podle definice uvedené v ZPKT. Ovšem v tomto případě by se měl daný případ hodnotit vždy individuálně, protože a contrario nelze považovat každou směnku za investiční cenný papír dle ZPKT spolu se všemi důsledky s tím spojenými (např. právě povinnost postupovat dle ustanovení o veřejné nabídce investičních cenných papírů). Naopak se musí jednat o směnky vydané takovým způsobem, že se mohou stát předmětem obchodu na kapitálovém trhu – tedy pravděpodobně ve větším množství, s dobou splatnosti přesahující jeden rok a s možností jejich neformalizovaného převodu na třetí osoby, tedy bez vyloučení rubopisu.³⁵

2.2.6 Nástroje umožňující přenos úvěrového rizika

Tento pojem použitý v textu § 3 odst. 1 ZPKT se nepochybně kryje s jinými instrumenty zde ve výčtu uvedenými. Jedná se především o různé deriváty jako swapy (swap úvěrového selhání, neboli credit default swap, CSD). Účelem je zde zajištění pro případ, že dojde k situaci, kdy není schopen plnit dlužník, např. emitent z dluhopisu.

³⁵ Jednou ze základních funkcí směnky je právě její oběhová funkce, přesto lze její převod nejzákladnější formou, tedy rubopisem, vyloučit. I v tomto případě je však možné docílit převodu práv ze směnky cesíí. Nicméně v tomto případě by byl již těžko přijatelný závěr, že takovéto směnka je obchodovatelná na kapitálovém trhu.

Zajištění pak spočívá v tom, že strana prodávající CSD zajišťuje, že pokud dojde k platební neschopnosti emitenta, uhradí vzniklou ztrátu. V podstatě se jedná o pojištění, přičemž jako výhoda se uvádí mj. to, že prodávající takového instrumentu nepodléhá regulaci týkající se pojišťoven.³⁶

Finanční rozdílové smlouvy.

Jde o instrument označovaný jako CFD (Contract for Difference). Jedná se o kontrakt o vzájemné výměně rozdílu (kladného nebo záporného) mezi otevírací a zavírací cenou finančního nástroje obchodovaného podkladového aktiva, kterým mohou být např. akcie, indexy nebo komodity. Je to finanční instrument velmi podobný futures, není však standardizovaný a je používán zejména při elektronickém mimoburzovním obchodování.³⁷

Finanční rozdílové smlouvy se vyvinuly v Londýně počátkem devadesátých let minulého století a byly postaveny na principu swapu, nicméně kvůli daňovým výhodám se začaly rychle používat. Často jsou nabízeny jakožto alternativa různých derivátů, přičemž za hlavní výhodu je považována nutnost nižší investice či časová neomezenost (no expiry date). Nicméně tyto instrumenty jsou často obchodovány na úvěr a z tohoto důvodu jsou velmi riskantní. Na americkém trhu jsou dokonce omezeními stanovenými SEC pro obchody OTC zakázány.³⁸

2.2.7 Opce, futures, swapy, forwardy a jiné nástroje

Tyto investiční instrumenty jsou typickými zástupci derivátů. Deriváty, jak napovídá jejich název, jsou vždy odvozené od jiných podkladových instrumentů. Od těchto se poté odvíjí jejich hodnota, přičemž samy o sobě přímými nositeli hodnoty

³⁶ Blíže k tomu *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-14]. Credit default swap. Dostupné z WWW: <http://cs.wikipedia.org/wiki/Credit_default_swap>.

³⁷ *Česká spořitelna* [online]. 2011 [cit. 2010-03-14]. Slovník investičních pojmů. Dostupné z WWW: <<http://www.csas.cz/banka/nav/podnikatele-firmy-a-institute/financni-institute/sprava-aktiv/slovník-investicnich-pojmu-d00010734>>.

³⁸ Viz k tomu *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-14]. Contract for difference. Dostupné z WWW: <http://en.wikipedia.org/wiki/Contract_for_difference#CFDs_compared_to_other_products>.

nejdou. Bakeš popisuje deriváty jako „právo, resp. povinnost na nákup nebo prodej v určitém čase určitého finančního instrumentu běžně obchodovaného na trhu, jako jsou cenné papíry a peníze cizích měn, apod. nebo na peněžní vypořádání odvislé od hodnoty úrokové míry, měnového kurzu, finančního indexu atd.“³⁹ Finanční produkty, od kterých jsou deriváty odvozené, jsou nazývány bazickými instrumenty (underlying).⁴⁰

Funkce derivátů byla a v současné době z velké části je stále možnost zajištění proti výkyvům některých finančních plnění (např. úrokový forward nebo swap). Z hlediska veřejné nabídky a s tím související ochrany investorů jsou však deriváty především instrumentem hojně využívaným ke spekulacím, a tedy nesoucí s sebou vysokou míru rizika. Jedním z nejmarkantnějších příkladů rizikovosti je příběh Barnigs Bank, která kvůli ztrátě způsobené neautorizovanými obchody jejího obchodníka, Nicka Lessona, ve výši 1,3 mld. amerických dolarů nakonec zbankrotovala.⁴¹

Rizika spojená s deriváty přiměla k činnosti rovněž Evropskou komisi, která připravila návrh směrnice regulující OTC deriváty⁴². Impulsem byla nepochybně finanční krize, která ukázala, že rizika spojená především s deriváty obchodovanými přes přepážku (over the counter neboli OTC) jsou ne příliš dokonale ošetřena. Komise se proto začala možnostmi řešení a regulace zabývat již počátkem finanční krize. V říjnu 2008 došlo k prvnímu jednání iniciovanému komisařem McCreemem, a to mezi zástupci dotčeného odvětví a evropskými regulátory. Výsledkem jednání měla být identifikace a návrhy řešení, jak mohou být uchopena rizika především u úvěrových derivátů. Dalším cílem, který byl obecnějšího rázu, bylo navrhnout celkový rámec regulace trhu derivátů ve světle aktuálního vývoje na finančních trzích.

Následovala další vyjádření Komise, která dávala najevo nutnost zajistit bezpečný a transparentní trh s deriváty. Komise přitom ve svých komunikacích dala

³⁹ BAKEŠ, Milan, et al. Finanční právo. 5., C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-801-6. s. 428.

⁴⁰ LENENBACH, Markus. Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht. 2. Köln : RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, 2010. ISBN 3-8145-8127-9. s. 726.

⁴¹ Viz k tomu blíže např. *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-15]. Nick Leeson. Dostupné z WWW: <http://en.wikipedia.org/wiki/Nick_Leeson>.

⁴² Blíže k tomu *The EU Single Market* [online]. 2011 [cit. 2010-03-15]. Derivatives. Dostupné z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm>.

najevo⁴³, že respektuje deriváty a jejich roli na finančním trhu včetně pozitiv, která přinášejí, nicméně je si vědoma rizik s nimi spojených a snaží se o jejich redukcii. V dokumentu Staff Working Paper, který byl součástí prohlášení Komise z 3. července 2009, byl popsán současný trh s deriváty a specifika OTC trhu a dále zhodnocena účinnost dosavadních opatření ohledně minimalizace rizik. V dalším prohlášení Komise ze dne 20. října 2009 pak Komise zformulovala další přístup v této věci a kroky vedoucí k minimalizaci rizik pro strany derivátových smluv a zvýšení transparentnosti tohoto trhu a dohledu nad ním.

Dne 15. října 2010 Komise přijala návrh nařízení o OTC derivátech, ústředních protistranách (central counterparties) a registrech obchodních údajů (trade repositories). Důvodem regulace je dle Komise skutečnost, že ohledně toho, co se děje na trhu OTC derivátů, je obecně velmi málo informací. Důvodem je samotný mechanismus sjednávání derivátů mimo regulovaný trh přímo mezi dvěma či více stranami. Tím pádem nejsou veřejně známy žádné ceny, kursy, kdo s kým jaký obchod uzavírá, na jakou dobu a jaká aktiva a majetek jsou podklady těchto derivátů a v jakém objemu.

Podle návrhu Komise budou muset být finančními i velkými nefinančními institucemi činnými na trhu s deriváty reportovány detailní informace o každé derivátové smlouvě uzavřené v režimu OTC. Informace o uzavřených obchodech budou k dispozici národním regulátorům, kteří tak budou moci identifikovat potenciální problémy a rizika včas a popřípadě zasáhnout. Informace samotné by měly být shromažďovány registry obchodních údajů (trade repositories), které budou některá data rovněž publikovat a zveřejňovat, s výjimkou obchodně citlivých údajů. Návrh rovněž počítá s tím, že některé obchody v nižších objemech uzavírané mezi nefinančními institucemi, nebudou podléhat povinnosti k předkládání informací obchodnímu středisku.

⁴³ Prohlášení Komise ze dne 4. března Dostupné z WWW: <http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/press_20090304_en.pdf> a dále prohlášení Komise ze dne 3. července 2009 Dostupné z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#communications> a prohlášení Komise ze dne 20. října 2009 Dostupné z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm#communications>.

Níže následuje bližší stručný popis jednotlivých základních derivátů.

Opce⁴⁴

Opce ve významu derivátu je smlouvou, která dává držiteli právo, ovšem ne již povinnost k realizaci koupě nebo prodeje podkladového aktiva za dohodnutou cenu (reference price nebo taky strike price či exercise price). Druhá smluvní strana má ovšem vždy povinnost nabídku koupě nebo prodeje přijmout (put nebo call option). Realizace opce je možné provést v dohodnutém časovém okamžiku, a to buďto ne dříve než ve stanovený den (evropská opce) nebo kdykoliv do dohodnutého okamžiku (americká opce)⁴⁵.

Opce mohou být stejně jako ostatní deriváty obchodovány na regulovaném trhu (exchange-traded options) nebo „přes přepážku“ (OTC) na základě ad hoc smlouvy. Opce obchodované na regulovaném trhu jsou např. opce na akcie či různé komodity, mezi OTC opce lze zařadit např. úrokové opce (interest rate options) nebo měnové křížové opce (cross rate options).

Mezi opce se řadí i několik zvláštních opčních smluv vyvinutých a hojně užívaných především ve Spojených státech amerických, jako jsou opce na zaměstnanecké akcie v rámci různých zaměstnaneckých opčních plánů (employee stock option), dále třeba opce na nákup pozemků a jiných nemovitostí (real estate options).⁴⁶

⁴⁴ K tomu podrobněji viz *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-15]. Option (finance). Dostupné z WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Option_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Option_(finance))>.

⁴⁵ Pojmosloví týkající se opcí je velmi široké; vedle *american* či *european option* se lze setkat například s tzv. bermudskou opcí (*bermudan option*), kterou lze vykonat pouze a jedině ve stanovený okamžik, dále *exotic option* což jsou opce velmi složité a kombinující několik podkladových aktiv či finančních struktur, naproti tomu tzv. *vanilla option* je opce jednoduchá, kterou nelze zařadit pod pojem *exotic option*.

⁴⁶ Podrobněji k různým druhům opcí viz LENENBACH, Markus. Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht. 2. Köln : RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, 2010. ISBN 3-8145-8127-9. s. 734 a násl.

Warrant⁴⁷

Warrant je instrument velmi podobný opci, především tzv. call opci. Držiteli umožňuje realizovat do předem dohodnuté doby koupi akcií, jichž se warrant týká, a to za předem danou cenu. Warranty bývají často připojeny k dluhopisům nebo prioritním akciím, přičemž je tímto emitentovi umožněno držitelům těchto cenných papírů platit nižší úroky nebo dividendy. V takovém případě jsou warranty oddělitelné od dluhopisů nebo akcií a mohou být převedeny na třetí osobu samostatně. Pro pochopení tohoto instrumentu je nejvhodnější jeho odlišení od tzv. call opce. Warranty jsou na rozdíl od opcí vydávány přímo emitentem pokladového aktiva. Zatímco opce mohou být vydávány i jinými subjekty, aniž by tyto subjekty podkladové aktivum v dané době vlastnily. V případě realizace warrantu pokryje subjekt potřebu akcií uskutečněním nové emise. Naproti tomu u opcí dochází k prodeji již existujících cenných papírů a nedochází tak k navýšení počtů akcií emitenta (s výjimkou některých zaměstnaneckých opčních plánů). Další rozdíl od opce doba trvání warrantu, která činí většinou několik let (až 15 let), přičemž opce jsou instrumenty, které se realizují v řádu měsíců, maximálně dvou až tří let. Pojem warrantu však může být spojen rovněž s cenným papírem vztahujícím se k uskladněnému zboží. Může mít tedy formu warrantu jako skladního listu na zastupitelné zboží nebo zástavního skladního listu.⁴⁸

Futures⁴⁹

Futures jsou smlouvy, kdy se smluvní strany vzájemně zavazují v předem stanovený okamžik uzavřít smlouvu týkající se nějakého aktiva (komodity, finanční plnění jako dluhopisy, měna atp.) za cenu, kterou si dohodnou při uzavření futures smlouvy. Futures tedy oběma stranám stanovují povinnost k uzavření smlouvy, na rozdíl o opce, která pro jednu ze stran představuje právo požadovat po druhé straně smlouvu uzavřít. V případě povinností dle futures smluv strany v předem stanovený den

⁴⁷ Podrobné vymezení viz *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-17]. Warrant (finance). Dostupné z WWW: <[http://en.wikipedia.org/wiki/Warrant_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Warrant_(finance))>.

⁴⁸ J. Kotásek, et al. Kurs obchodního práva : právo cenných papírů. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. 4 s. ISBN 978-80-7179-454-7. s. 323n.

⁴⁹ *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-15]. Futures contract. Dostupné z WWW: <http://en.wikipedia.org/wiki/Futures_contract>.

(settlement day nebo delivery date) jsou povinny plnit. Nejedná se tedy o období smlouvy o smlouvě budoucí, kdy by strany teprve v předem stanovený den, resp. do předem stanovené doby byly povinny teprve uzavřít smlouvu jakožto titulus převodu. Právním titulem v případě futures smlouvy je již tato smlouva sama o sobě.

Forward

Forward je instrument velmi podobný futures, na jehož základě se dvě strany zavazují koupit či prodat podkladové aktivum v budoucnu za cenu dohodnutou při uzavření forward smlouvy. Forwardy nicméně nejsou obchodovány na regulovaných trzích (exchange traded) a nejsou ani obchodovány přes prostředníky – clearingová centra. Jako další rozdíl od futures se uvádí i skutečnost, že u forwardů mnohem častěji dochází k faktickému dodání podkladového aktiva, zatímco u futures dojde k vyrovnání pozice ještě před termínem faktického dodání.⁵⁰ Typickým a často se vyskytujícím forwardem je tzv. FRA (Forward Rate Agreement), kterou si dvě strany zajišťují své úrokové sazby, kdy jedna ze stran má fixní úroky, přičemž druhá strana má úroky variabilní. Podle Bakeše je „ekonomickou podstatou FRA úhrada pohyblivé referenční úrokové sazby kupujícímu FRA ze strany prodávajícího FRA výměnou za úhradu pevné FRA sazby prodávajícímu FRA ze strany kupujícího FRA. Ve skutečnosti ovšem probíhají jen rozdílové platby, tj. za dané úrokové období platí jen ta strana, jež je nositelem netto platební povinnosti vyjádřené kladným úrokovým diferencíálem.“⁵¹

Swap

Swap je derivát, na jehož základě si strany vzájemně vyměňují výhody svých finančních instrumentů, např. úrokové sazby. Vypořádání se provádí až v budoucnu, přičemž dohoda o swapu zahrnuje rovněž postup, jak vypočítat vzájemné plnění. Swapy se používají často jako zajišťovací instrument při různých transakcích, zejména při zajištění úrokové míry u úvěrů, výši směnného kurzu aj. Stejně jako ostatní deriváty i

⁵⁰ BAKEŠ, Milan, et al. Finanční právo. 5., C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-801-6. s. 431.

⁵¹ Blíže k pojmu FRA viz LENENBACH, Markus. Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht. 2. Köln : RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, 2010. ISBN 3-8145-8127-9. s. 733 a násl.

swap je často využíván ke spekulativním účelům, kdy dochází ke spekulaci na neurčitou budoucí událost. Majoritní objem transakcí se swapy probíhá přes OTC trhy, nicméně swapy jsou rovněž, byť v menším množství, obchodovány i na některých regulovaných trzích jako např. Chicago Board Options Exchange nebo Frankfurt-based Eurex AG. Existuje pět druhů swapů, a to úrokový swap, equity swap (podkladem jsou akcie, portfolio akcií či akciový index), měnový swap, komoditní swap a úvěrový swap.

Ostatní

K výčtu výše uvedených typických a základních derivátů zbývá dodat některé další, exotické a méně používané finanční instrumenty. Základ těchto derivátů je však vždy v již výše zmíněných instrumentech, přičemž primárně slouží převážně k zajištění různých typů rizik, jako např. povětrnostní deriváty (weather derivatives). Encyklopedie Wikipedie uvádí mezi povětrnostními deriváty např. tzv. HDD neboli heating degree days (přeloženo volně jako „dny s vysokou teplotou“) či naopak CDD neboli cooling degree days (přeloženo volně jako „dny s nízkou teplotou“). Zájem o tyto deriváty mohou mít např. zemědělci nebo různá rekreační střediska. Nákupem derivátů se pojišťují proti nepříznivému počasí – zemědělci např. proti dnům, kdy srážky překročí stanovené hodnoty nebo bude příliš sucho po nějaké období, provozovatelé rekreačních středisek např. proti deštivým víkendům. Celý mechanismus funguje tak, že za derivát se platí předem daná cena, přičemž při splnění podmínek mají majitelé derivátů právo na výplatu rovněž předem stanovené částky.⁵²

2.2.8 Investiční cenný papír dle ZKI

ZKI obsahuje pro své účely vlastní vymezení pojmu investiční cenný papír. Účel této „opakované“ definice je blíže vysvětlen níže. Samozřejmě z pohledu právní jistoty není příliš vhodné, že se dubluje jeden a tentýž pojem ve dvou různých předpisech, přičemž každý z nich má odlišný obsah. Je nutno říci, že z pohledu veřejné nabídky nehraje definice v ZKI nijak zásadní roli, nicméně je třeba se s ní seznámit dle mého

⁵² Viz k tomu blíže *Wikipedia, the free encyclopedia* [online]. 2011 [cit. 2011-03-17]. Weather derivative. Dostupné z WWW: <http://en.wikipedia.org/wiki/Weather_derivatives> nebo *ABC News* [online]. 2010 [cit. 2011-03-17]. Want a Weather Forecast? Ask Wall Street. Dostupné z WWW: <<http://abcnews.go.com/print?id=9757635>>.

názoru především z nutnosti vyloučení špatného či mylného výkladu pojmu investiční cenný papír v některých souvislostech při použití ve významu, jak jej upravuje ZKI.

Podle ZKI se pro účely tohoto zákona investičním cenným papírem rozumí akcie nebo obdobné cenné papíry představující podíl na společnosti, dluhopisy nebo obdobné cenné papíry představující právo na splacení dlužné částky a cenné papíry opravňující k nabytí těchto cenných papírů. Z definice investičních cenných papírů jsou vyloučeny techniky a nástroje uvedené v § 27 ZKI. Definice použitá v ZKI kopíruje definici použitou ve směrnici 85/611/EHS ze dne 20. prosince 1985 o koordinaci právních a správních předpisů týkajících se subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů, a sice v článku 1 odst. 8.

Definice dle ZKI odpovídá částečně instrumentům uvedeným v demonstrativním výčtu definice investičního cenného papíru dle ZPKT. Ohledně akcií a obdobných cenných papírů ZKI tyto vztahuje pouze na společnosti, zatímco ZPKT výslovně uvádí rovněž „jiné právnické osoby“. Oproti tomu definice týkající se dluhopisů se shoduje s vymezením v ZPKT. Poslední část vymezení investičního cenného papíru dle ZKI je ve srovnání s vymezením v ZPKT mnohem kratší a omezuje se pouze na cenné papíry opravňující k nabytí cenných papírů uvedených v první části definice. ZPKT navíc uvádí rovněž cenné papíry opravňující ke zcizení těchto cenných papírů a dále cenné papíry nahrazující tyto cenné papíry.

Je třeba dodat, že ustanovení § 26 ZKI obsahující skladbu majetku standardního fondu tak vymezuje investiční nástroje pro účely ZKI, přičemž, jak vyplývá z důvodové zprávy k § 26 ZKI, „definice investičních nástrojů pro účely kolektivního investování není zcela totožná s definicí investičních nástrojů pro účely poskytování investičních služeb v zákoně o podnikání na kapitálovém trhu.“

Pojem investičního cenného papíru dle ZKI je používán především v souvislosti s vymezením instrumentů, do kterých mohou investovat jednotlivé druhy fondů kolektivního investování. Vzhledem k rizikům spojeným s tímto typem investování a nutností regulovat provádění investic jednotlivých fondů je zřejmé, že definice musí být

užší než definice použitá v ZPKT. Obecné vymezení investičních instrumentů a de facto tedy i investičního cenného papíru dle ZPKT (tedy jako „cenné papíry obchodovatelné na kapitálovém trhu“) by umožnilo fondům kolektivního investování v podstatě stěží kontrolovatelné obchody do instrumentů, které by mohly vyvolávat nepřiměřená rizika.

Pojem investičního cenného papíru je proto třeba pouze v kontextu ZKI vykládat izolovaně a nelze s ním počítat při vymezení dle ZPKT, zejména v souvislosti s povinnostmi ohledně veřejné nabídky investičních cenných papírů. Nicméně vzhledem k tomu, že definice dle ZPKT je širší než vymezení taxativním výčtem použité v ZKI, je nutno říci, že veškeré instrumenty spadající pod definici investičního cenného papíru dle ZKI budou spadat rovněž pod definici investičního cenného papíru dle ZPKT.

2.3 Definice cenného papíru ve vybraných zahraničních právních řádech

2.3.1 Definice v USA dle Securities Act of 1933

Definice cenného papíru (security) je obsažena v článku 2(a) Securities Act z roku 1933⁵³. Obdobně upravuje pojem cenného papíru (security) rovněž článek 3 (a) odst. 10 Exchange Act⁵⁴.

Securities Act z roku 1933 vyjmenovává jako cenné papíry následující instrumenty⁵⁵:

Směnka (note), akcie (stock), akcie držené emitentem (treasury stocks), budoucí cenné papíry – futurem (security future), dluhopisy (bond), doklad o dluhu (evidence of

⁵³ Securities Act, celým názvem Securities Act of 1933, Zákon o cenných papírech přijatý americkým Kongresem v roce 1933 jakožto reakce na krizi v roce 1929.

⁵⁴ Securities Exchange Act, celým názvem Securities Exchange Act of 1934, navazuje na Securities Act 1933 a reguluje především sekundární prodej cenných papírů; dále jím byla zřízena Securities and Exchange Commission (SEC), regulační orgán trhu cenných papírů v USA

⁵⁵ Většina těchto instrumentů je v našich podmínkách neznámá či nepoužívána, proto je jejich překlad spíše orientační.

indebtedness)⁵⁶, certifikát o podílu nebo účasti v jakémkoliv podniku zaměřeném na zisk (certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement), certifikát o zajištění (collateral-trust certificate)⁵⁷, certifikát o zájmu o úpis (preorganization certificate or subscription)⁵⁸, převoditelné akcie (transferable share), investiční smlouva (investment contract), certifikát o hlasovacím právu (voting-trust certificate), certifikát o úschově cenného papíru (certificate of deposit for a security), nerozdělený jednotný podíl na právech k ropě, plynu či jiným nerostům (fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights), jakákoliv nákupní, prodejní nebo kombinovaná opce či jiné právo k cennému papíru (any put, call, straddle, option, or privilege on any security), certifikát o úschově nebo o souboru či indexu cenných papírů včetně jakéhokoliv podílu na nich či v závislosti na jejich hodnotě (certificate of deposit, or group or index of securities, including any interest therein or based on the value thereof), jakákoliv nákupní, prodejní nebo kombinovaná opce či jiné právo zřízené na národní měnové burze k cizí měně (or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency) nebo obecně jakýkoliv podíl či instrument obecně známý jako „cenný papír“, či jakýkoli certifikát o podílu či účasti, dočasný či zatímní certifikát, doklad, garance nebo záruka či právo k upsání nebo koupi jakéhokoliv výše jmenovaného instrumentu (or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security", or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing).

V roce 2000 byl dále do definice dle článku 2(a) dodán pojem swap.

Vymezení dle Securities Act z roku 1933 je na první pohled určité a jasné. Nicméně pojmy zde vymezené nejsou na rozdíl od české právní úpravy pojmy definovanými jinými zákonnými předpisy. Některé z vyjmenovaných instrumentů jsou

⁵⁶ Jedná se o zvláštní druh prohlášení, které lze přirovnat v našem právu vzdáleně listině s uznáním dluhu s doložkou o přímé vykonatelnosti

⁵⁷ Korporátní obligace zajištěná jinými cennými papíry, většinou používána při půjčce mateřské společnosti, která ji zajistí přes tento dluhopis akciemi či cennými papíry dceřiných společností.

⁵⁸ Dle definice obsažené na adrese WWW: <http://www.dfi.wa.gov/sd/securitiesinterpretive.htm> (naposledy otevřeno dne 23. dubna 2011) je účelem tohoto institutu umožnit novým společnostem získat minimální počet nutných upisovatelů, které vyžaduje příslušný předpis, aby bylo možné založit společnost.

pojaty velmi obecně a umožňují zařazení pod ně velké řady faktických instrumentů. Především otevřená definice na závěr, považující za security jakýkoliv instrument, který je takto obecně známý, umožňuje jistě velmi široký výklad.⁵⁹ Především však umožňuje flexibilní reagování na nové instrumenty vznikající na kapitálových trzích, aniž by bylo zapotřebí změny samotného zákona. V tomto kontextu je přidání pojmu swap v roce 2000 nutno chápat pouze jako technickou záležitost s ohledem na ustálení tohoto cenného papíru při obchodování na kapitálových trzích. Nic na tom nemění, že swap byl za cenný papír (security) považován dle obecné definice i před touto novelizací.

Obecné vymezení některých pojmů však přineslo nejasnosti týkající se jejich konkrétního obsahu. Ty však byly řešeny praxí a především rozhodnutími Securities and Exchange Commission. Mezi problematické a v praxi i teorii řešené pojmy patří investment contract, evidence of indebtedness, ale i notes. K problémům s těmito pojmy spojenými se bude práce podrobněji zabývat v následujícím textu.

2.3.2 Investiční smlouva (Investment contract)

Dle Soderquista pramení nejasnost ohledně pojmu investment contract z toho, že tento pojem nemá ekonomický obsah a je čistě konstrukcí právní teorie. Vymezení tohoto pojmu bylo provedeno v rozhodnutí Nejvyššího soudu USA (Supreme Court) SEC versus W.J. Howey Co.⁶⁰

Případ: SEC versus W.J. Howey Co.⁶¹

V tomto případě nabízela společnost W.J. Howey Co. podíly na podniku spočívajícím v pěstování citrusových plodů, jehož součástí byla i smlouva o obhospodařování, prodávání a zajišťování výnosů a profitu prodeje investorovi. Securities and Exchange Commission namítala, že se v případě této smlouvy jedná o

⁵⁹ SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 128 a násl.

⁶⁰ Supreme Court of the United States, 1946, 328 U.S. 293

⁶¹ *US Supreme Court Center* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. SEC v. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Dostupné z WWW: <<http://supreme.justia.com/us/328/293/case.html>>.

investiční smlouvu dle definice podle Securities Act z roku 1933, a je tedy nutné splnit veškeré registrační povinnosti.

Společnost Howey vlastnila rozlehlé plantáže citronovníků na Floridě. Z celkové výměry zhruba 500 akrů nabízela polovinu veřejnosti, čímž získávala finance na provoz a rozvoj své části pozemků. Vedle společnosti Howey existovala ještě společnost Howey-in-the-Hills Service, Inc., servisní společnost, která pečovala o půdu, růst plodů včetně jejich sběru a následných úkonů v rámci prodeje (marketing, dodávky atp.).

Každému zákazníkovi - potenciálnímu investorovi - byla nabídnuta smlouva o prodeji pozemku a zároveň servisní smlouva se společností Howey-in-the-Hills Service, Inc., přičemž mu bylo řečeno, že není možné investovat do pozemků bez toho, že by zároveň nebyla uzavřena servisní smlouva o obhospodařování pozemků. Investor – kupující – měl nicméně možnost si vybrat jakoukoliv jinou servisní společnost. Ovšem přednosti společnosti Howey-in-the-Hills Service, Inc. byly velmi důrazně vyzdvihovány. Výsledkem bylo, že 85% půdy prodané během třech let do 31. května 1943 bylo pokryto servisní smlouvou se společností Howey-in-the-Hills Service, Inc.

Servisní smlouvy byly přitom uzavírány na deset let bez možnosti jejich ukončení, čímž společnost Howey-in-the-Hills Service, Inc. dostala plnou a nerušenou držbu prodané půdy. Společnost rovněž od kupujícího dle servisní smlouvy dostala za speciální poplatek a úhradů nákladů za práci a materiál plná rozhodovací práva ohledně kultivace, růstu, sběru a prodeje plodů na koupených a obhospodařovaných pozemcích. Svou roli v posouzení hrál i fakt, že společnost Howey-in-the-Hills Service, Inc. byla ve svém oboru velká a dostatečně zkušená. Dále smlouva obsahovala ustanovení, že bez souhlasu společnosti Howey-in-the-Hills Service, Inc. neměl vlastník možnost vstupu do procesu prodeje plodů a neměl ani práva na samotné ovocné plody. Společnost pak tedy pouze dle statistiky provedené v době sklizně toliko rozdělovala dosažený zisk jednotlivým vlastníkům.

Přitom kupujícími byli většinou obyvatelé mimo Floridu a šlo především o obchodníky, kteří neměli žádné znalosti, vybavení nezbytné k obhospodařování citrónovníků. Jejich motivací byl zjevně toliko zájem na zisku a nikoliv faktické obhospodařování pozemků a aktivní podíl na pěstování a prodeji citrusových plodů.

Nejvyšší soud v této souvislosti uvádí, že pojem investment contract se již dříve před přijetím Securities Act z roku 1933 vyvinul v judikatuře státních soudů (state courts) za účelem zajištění plné ochrany investorů, přičemž za investment contract se považovala smlouva nebo projekt týkající se „umístění kapitálu nebo vyložení peněz způsobem, kdy bylo zamýšleno zajistit příjem nebo zisk ze zapojení těchto prostředků“. Soudy tuto definici používaly při hodnocení mnoha smluv, kdy jednotlivci investovali peníze do společného podniku v očekávání, že na tom vydělají, a to výlučně činností osoby, či podniku, do kterého investovali, popř. třetí osoby odlišné od nich samotných. Zahrnutí pojmu investment contract do Securities Act z roku 1933 byl tedy odrazem již vyvinuté soudní praxe.

Soderquist⁶² vymezuje investment contract jako smlouvu, transakci nebo projekt při kterém osoba investuje své peníze do společného podniku v očekávání, že na tomto vydělá, a to výlučně činností osoby, či podniku, do kterého investovali, popř. třetí osoby odlišné od nich samotných, bez ohledu na to, zda podíl v tomto podniku je jakkoliv evidovaný či prokazovaný formálním certifikátem nebo nominálním podílem na fyzickém majetku zapojeném a používaném v posuzovaném podniku.

V případě SEC versus Howey byly tyto definiční znaky investment contract podle Nejvyššího soudu naplněny. Obě společnosti totiž nabízely více než neomezený podíl na pozemku (fee simple interest in land). Nabízely totiž nad to příležitost přispět finančně a podílet se na zisku z celého podniku provozujícího citrusové plantáže, který částečně vlastní dotčené společnosti. Ty nabízely navíc tuto možnost osobám, které bydlí ve vzdálených oblastech a nemají žádné vybavení ke sklizení či k obdělávání citrusovníků. Tyto osoby neměly zjevně při koupi pozemků dle stanovených podmínek žádný zájem na obdělávání půdy vlastními silami a byly motivovány pouze návratností

⁶² SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 129

své investice. Navíc v tomto případě je zřejmé, že realizace zisku a obdělávání mělo smysl a význam pouze ve velkém rozsahu a celku, a nikoliv v podílech a rozměrech, v jakých byly pozemky jednotlivcům samostatně prodávány. Šlo tak nepochybně o společný podnik, který byl řízen společnostmi Howey-in-the-Hills Service, Inc., přičemž podíly jednotlivců v tomto podniku byly reprezentovány kupními smlouvami na pozemky a záručními listinami (warranty deeds), ze kterých bylo možno určit podíl na celkovém zisku.

Dle Soderquista⁶³ je v tomto konceptu zřejmá motivace založená na očekávání obchodního zisku. Na jedné straně stojí investoři, kteří poskytují kapitál v očekávání zisku a na druhé straně stojí příjemci kapitálu, kteří řídí, kontrolují a provádějí celý podnik. Je tedy nutné dle Soderquista dovodit, že tento koncept investování, kde se očekává zjevně výnos, je investiční smlouvou, bez ohledu na to, v jaké formě a jak je fakticky nazvána smlouva, která daný vztah upravuje. Podle Nejvyššího soudu USA není možné tento závěr korigovat ani s ohledem na to, že investoři měli možnost a někteří toho i využili, obdělávat si své pozemky sami.

Případ SEC versus Howey stanovil základní kritéria, podle kterých lze vymezit, zda se jedná o investment contract. Tento test se skládá z následujících komponent: musí se jednat kumulativně o (i) investice peněz (investment of money); (ii) společný podnik (common enterprise); (iii) očekávání zisku (expectation of profits); a (iv) čistě z činností jiných (solely from the efforts of others). Tato hodnotící kritéria se později začala označovat jako Howey test.

Podobně, jak uvádí Soderquist se rovněž v rozsudcích Nejvyššího soudu USA Tcherepnin versus Knight uvádí v souvislosti s definicí obsahu pojmu cenný papír (securities) „při hledání významu slova „cenný papír“ v Securities Act z roku 1933 a Securities Exchange Act z roku 1934, forma má zůstat irelevantní a důraz má být kladen na ekonomickou realitu.“ Obdobně v případě pana Daniela, který je blíže popsán níže Nejvyšší soud USA uvedl, že „Howey test musí být aplikován ve světle ekonomické reality celé transakce.“

⁶³ *Ibid.*

Případ: International Brotherhood of Teamsters versus Daniel⁶⁴

V roce 1954 několik společností vytvořilo společně penzijní plán. Zaměstnanci se jej museli účastnit povinně, ovšem nemuseli sami platit žádné příspěvky. Dále bylo zakázáno, aby naspořené prostředky byly zaměstnanci přímo vyplaceny. V době, kdy byla podána žaloba, zaměstnavatel přispíval za každého zaměstnance 21,50 amerických dolarů týdně. Zaměstnanci vznikali v téže době v případě odchodu do důchodu nárok na penzi ve výši 425 až 525 dolarů měsíčně v závislosti na době odchodu do penze. Aby zaměstnanci vzniklo právo na penzi, musel pracovat 20 let bez přerušení, včetně doby před vznikem penzijního plánu. Celý původní spor se odvíjel právě od požadavku nepřetržitosti výkonu práce (continuous service).

Žalobce, pan Daniel, odešel do důchodu v roce 1973, avšak právo na penzi mu bylo odmítnuto s tím, že v období mezi prosincem 1960 a červencem 1961 přerušil práci. Pan Daniel však namítal, že došlo k dezinterpretaci a opomenutí smyslu celého systému a zneužití vzhledem k výši podílu pana Daniela na penzijním plánu. Tyto dezinterpretace a opomenutí pak měly způsobit podvod (fraud) v souvislosti s prodejem cenných papírů, kterými byla účast v penzijním plánu podmíněna. Konkrétně měl být porušen článek 10 (b) Securities Exchange Act z roku 1934.

Obvodní soud se při svém posouzení odvolal na rozsudek Nejvyššího soudu SEC versus Howey a uzavřel, že penzijní plán je investment contract ve smyslu 2(a) Securities Act z roku 1933. Odvolací soud toto rozhodnutí potvrdil. Nejvyšší soud však žalobu zamítl.

Otázkou v tomto případě bylo, zda byl splněn test ve smyslu rozsudku SEC versus Howey, tedy zda došlo k investování peněz do společného podniku, kde by zisk vzniknul čistě činností jiných. V tomto případě však podíl zaměstnance byl nepříspevkový, když zaměstnanec sám neměl povinnost nic platit. Fakticky tedy pouze akceptoval zaměstnanecký vztah, což byla jediná podmínka toho, aby byl účasten

⁶⁴ *US Supreme Court Center* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. *Teamsters v. Daniel*, 439 U.S. 551 (1979). Dostupné z WWW: <<http://supreme.justia.com/us/439/551/>>.

programu. Nicméně pan Daniel namítal, že do penzijního fondu „investoval“ tím, že povolil, aby část jeho platu zaměstnavatel odesílal do penzijního fondu. Za tyto finanční prostředky pak pro zaměstnavatele vykonával práci. Tím dovozuje, že učinil investici, a tato musí podléhat pravidlům stanoveným v Securities Act z roku 1933.

Z hlediska penzijních plánů jako byl tento, je investice do penzijního plánu relativně nevýznamná v porovnání s celkovou odměnou, kterou zaměstnanec za svou práci dostává. Podle názoru soudu lze jen velmi abstraktně dovodit, že zaměstnanec „vyměňuje“ část své práce za možné profity z plánu. Vzdává se své práce jako celku a zpět dostává soubor kompenzací, které jsou obsahově velmi vzdálené povahově aspektům připomínajícím cenný papír. Čistě z ekonomického úhlu pohledu, zaměstnanec prodává svoji práci primárně za to, aby získal obživu, nikoliv, aby učinil investici.

Pan Daniel dále namítal, že příspěvek do fondu byl zaměstnavatelem učiněn jeho jménem a v zastoupení. Smlouva o příspěvcích do fondu (the trust agreement), kterou byl zaměstnavatel zavázán, používala jako kritérium násobky podle týdnů (employee man-weeks) jako způsob výpočtu závazku k platbám do penzijního fondu. Nešlo tedy o konkrétní povinnost vůči každému jednotlivému zaměstnanci. Tedy nebyl zde dán žádný vztah mezi příspěvkem do fondu a potenciálními výhodami pro konkrétního zaměstnance. Tento plán ani nijak nezohledňoval, jak kvalitně či jak dlouho zaměstnanec pracoval. Pokud splnil podmínku práce v době dvaceti let, dostal totiž navíc stejnou penzi jako ten, kdo pracoval čtyřicet let. Doba dvaceti let byla pouze mezní hranice.

Nejvyšší soud tedy neuznal, že by zde došlo ke splnění kritéria, že k zisku došlo činnostmi jiných, jak to dovodil odvolací soud. Je pravda, že fond byl spravován managementem, ale z údajů o příjmech fondu vyplynulo, že v letech 1955 až 1977 investicemi do majetku vydělal 31 miliónů dolarů, zatímco příjmy od zaměstnavatelů činily 153 miliónů dolarů. Na rozdíl od jiných penzijních plánů, kdy jsou spravovány peníze druhých, zde nelze počítat s tím, že fond bude tvořit nepředvídatelný zisk, neboť příspěvky zaměstnavatele, které tvořily nepochybně značnou část příjmu fondu, byly

předem pevně stanoveny. To, zda bude zaměstnanci plněno, nezáleželo v tomto případě ani tak na finančním zdraví fondu a jeho hospodaření, ale na tom, zda zaměstnanec splní stanovené podmínky. I pokud by v extrémním případě bylo možno nazvat část práce zaměstnance investicí, poté zisk, který by zaměstnanec na konci dodržel, závisí více na tom, zda splnil požadavky pro výplatu penze (vesting requirements), nežli na investičním úspěchu fondu.

Sonderquist hodnotí rozsudek *International Brotherhood of Teamsters versus Daniel* jako významný z toho důvodu⁶⁵, že zde bylo vysvětleno a uznáno, že investování „peněz“ může znamenat obecně investování čehokoliv, co má hodnotu. Stejně tak profit, a to co se má vrátit, nemusí mít finanční vyjádření. Musí jít však o to, co investor očekává. V případě pana Daniela bylo za jistých podmínek uznáno, že šlo o investování peněz, ale nebylo již splněno, že by mohl očekávat nějaký profit z tohoto – nešlo o zisk, když výsledek a výše či existence zisku byla tvořeno pouze faktem, zda byly či nebyly placeny příspěvky do fondu.

Případ: SEC versus Edwards⁶⁶

Více než deset tisíc lidí investovalo celkem přes 300 milionů amerických dolarů do smluv o koupi a zpětném nájmu mincovních telefonních automatů (payphone sale-and-leaseback arrangements). Securities and Exchange Commission argumentovala, že se jednalo nepochybně o investiční smlouvu, která měla podléhat regulaci federálního práva cenných papírů. V tomto případě se rozhodovalo, zda program k zajištění výnosů je vyloučen z pojmu „investment contract“ jednoduše proto, že toto schéma nabízelo toliko nárok na fixní a jistý zisk, nikoliv variabilní a nejistý zisk, jakožto definiční znak každé investice.

Konkrétně se jednalo o situaci, kdy společnost ETC payphones nabízela prodej mincovních telefonních automatů s tím, že automaty se pronajaly ihned na pět let zpět

⁶⁵ SODERQUIST, Larry D. *Securities Regulation*. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 138

⁶⁶ *US Supreme Court Center* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION v. EDWARDS - 540 U.S. 389 (2004). Dostupné z WWW: <<http://supreme.justia.com/us/540/389/case.html>>.

společnosti ETC payphones, která dále uzavřela s kupujícím servisní a obhospodařovací smlouvu. Rovněž uzavřela s kupujícím smlouvu o zpětné koupi mincovních automatů. Kupní cena byla stanovena na sedm tisíc amerických dolarů, a na základě zpětného nájmu a obhospodařovací smlouvy dostal kupující zpět měsíčně 82 amerických dolarů, tedy návratnost ve výši 14 % ročně. Kupující jakožto faktický vlastník se o přístroje však nestaral. Společnost ETC payphones vybrala sama umístění, kde bude automat uveden do provozu, nainstalovala ho, zajistila konektivitu, sbírala mince a opravovala přístroje. Dle smlouvy o zpětném prodeji se společnost ETC payphones zavázala zaplatit zpět plnou kupní cenu přístroje na konci nájmu nebo do 180 dní od žádosti kupujícího.

Společnost ETC payphones přitom na svých webových stránkách ohledně tohoto produktu prohlašovala, že jde o „jedinečnou obchodní příležitost“ nebo že se tímto „otevívají možnosti jednotlivcům profitovat na ziscích telefonních společností“. Společnost ETC payphones se však dostala do problémů a neměla dost finančních prostředků na zpětný nákup přístrojů a v září roku 2000 požádala o ochranu před věřiteli (bankruptcy protection). Securities and Exchange Commission ten samý měsíc podala žalobu, ve které mimo jiné tvrdila, že došlo k porušení povinnosti registrace cenného papíru dle § 5 (a) a (c) Securities Act z roku 1933

Soud první instance dovodil, že šlo o investiční smlouvu. Odvolací soud tento názor změnil, a to ze dvou důvodů. Dle jeho názoru musí jít o participaci na zisku podniku nebo o smlouvu, která nabízí kapitálové zhodnocení. Zde však byl výnos pevně daný. Dále dovodil, že nebylo splněno, že by k zisku došlo „čistě jednáním jiných“, pokud oprávněný měl smluvní nárok na návratnost investice.

Nejvyšší soud USA v posouzení případu uvádí, že Kongres jakožto zákonodárce měl v úmyslu regulovat investice, ať již jsou činěny v jakékoliv formě, nehledě na to, jak jsou pojmenovány (zde odkazuje na rozsudek *Reves v. Ernst & Zouny* U.S. 56,61.

V případě SEC versus *Howey* došlo k vytvoření definice, která vyjadřuje spíše flexibilní než statický princip, který je schopen vysoké adaptace a přizpůsobit se tak

velkému množství a variacím, různým plánům nabízeným těm, kteří hledají možnost využít peníze druhých výměnou za příslib zisku. Z rozsudku SEC versus Howey vyplývá, že se má jednat o zisky z jednotlivých investičních plánů. Slovo zisk (profit) se používá ve významu příjmu či návratnosti (income or return), například dividendy nebo jiné opakující se plnění nebo zvýšená hodnota navrácené investice.

Podle Nejvyššího soudu USA není dán důvod rozlišovat mezi příslibem fixního zisku nebo variabilního, aby byl tzv. Howeyho test byl splněn. Navíc investice nabídky „garantované“ návratnosti (pitched as low-risk) jsou velmi atraktivní pro jednotlivce, kteří mají strach z investování a z různých nekalých praktik, včetně starších a méně sofistikovaných investorů.

Nejvyšší soud USA uzavřel, že se jedná o investiční smlouvu. Ani skutečnost, že investor má smluvně zaručeno, že dostane zisk v konkrétní fixní výši, neznamená, že by takovýto zisk nebyl očekáván a nemohl vzniknout pouze činností druhých.

Případ: SEC versus Koscot Interplanetary, Inc.⁶⁷

Společnost Koscot jako dceřiná společnost společnosti Glenn W. Turner Enterprises postavila svůj úspěch a obchodní model na lákání potenciálních investorů k účasti na podnikání společnosti. Slibovány byly přitom pohádkové zisky. Základem celého konceptu byla víceúrovňová síť nezávislých distributorů, naoko zainteresovaných v obchodní činnosti prodáváním kosmetiky. Na nejnižším stupni byl tzv. „beauty advisor“ jehož příjem je odvozen čistě z retailového prodeje výrobků společnosti Koscot, které si může sám koupit se slevou ve výši 45% oproti oficiální ceně. Ti úspěšnější se dostali do druhého stupně a stali se supervisorem nebo manažerem prodeje (retail manager). Za investici ve výši jednoho tisíce amerických dolarů obdržel supervisor kosmetiku za vyšší slevu než bylo obvyklé, většinou 55 %. Kosmetiku mohl prodávat přímo veřejnosti nebo dále beauty advisorům, kteří byli o úroveň níže. Nejvyšší pozicí pak byla funkce distributora, který dostává za investici pěti

⁶⁷ *Open Jurist* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Plaintiff-Appellant, v. KOSCOT INTERPLANETARY, INC. Dostupné z WWW: <<http://openjurist.org/497/f2d/473/securities-and-exchange-commission-v-koscot-interplanetary-inc>>.

tisíců amerických dolarů zboží se slevou obvykle 65%. Mimo to byly vypláceny odměny za další osoby přivedené do systému. Zájemce o „investici“ byl pozván na tzv. setkání možností (Opportunity Meeting), kde mu byl představen program společnosti Koscot. Předem mu však nesměly být řečeny žádné detaily. Celý postup přesvědčování byl přesně naplánovaný dle příručky, kterou se zaměstnanci a spolupracovníci společnosti Koscotu a manažeři či jiní lidé nacházející se již v systému museli řídit. Osoby vystupující a reprezentující společnost Koscot museli dávat při těchto setkáních na obdiv bohatství a všude musel být vidět luxus. Investoři (přičemž tento pojem byl zde užíván pro všechny osoby v tom systému) museli přijíždět v drahých autech, být oblečení v drahých oblecích a jen tak mimoděk ukazovat, že mají u sebe vysokou hotovost peněz. Zájemce tak měl být nepřímo donucen v tomto ohromení k podpisu smlouvy. Teprve v poslední fázi byly nabídnuty k prodeji samotné výrobky.

Zde nebylo pochyb o tom, že v tomto případě šlo o investování peněz, nicméně vyřešena musela být otázka, zda investiční plán fungoval jako „společný podnik“.

Společný podnik je dán podle Nejvyššího soudu USA tehdy, pokud úspěch investora závisí na úspěchu osob, které investici žádají a přijímají, nebo na úspěchu třetích stran. Není vyloučeno, aby úspěch závisel i na činnosti samotného investora. Nejvyšší soud USA proto dovedl, že důležitým kritériem je, zda úsilí ostatních vedle samotného investora jsou nepochybně větší a zásadní, přičemž jejich výsledek ovlivňuje úspěch či neúspěch celého podniku. Během setkání s novými členy při Opportunity Meetings to však byli investoři, kteří vlastní činností ovlivňovali to, zda dojde k prodeji výrobků a jejich investice se jim vrátí. Nejvyšší soud USA tedy posuzoval, zda to byla právě jejich vlastní činnost a úsilí nebo nikoliv. Předně bylo zřejmé, že návratnost investice investora mohla být realizována pouze v rámci těchto setkání, neboť samostatně nebyly výrobky prodejné. Investor byl tedy závislý na Opportunity Meetings. Nicméně pravidla průběhu celého Opportunity Meetings byla jasně dána příručkou ze strany společnosti Koscot, která neumožňovala investorovi dávat do celého procesu příliš vlastního úsilí. Jeho přínos byl tak minimální. Nejvyšší soud USA tedy uzavřel, že společnost Koscot zde stále vykonávala hlavní manažerskou kontrolu nad celým

podnikem, přičemž investor samotný byl při realizaci a dosahování svého zisku velmi silně odkázán na úspěch celého plánu, který nemohl ovlivnit.

Soderquist⁶⁸ v souvislosti s tímto rozhodnutím uvádí, že podmínka Howeyho testu „výhradně z úsilí druhých“ je pravděpodobně jednou z nejzajímavějších. Za normálních podmínek není ani třeba, aby byl tento pojem vykládán příliš doslovně. Ve většině případů není tato otázka aktuální, protože většina investičních plánů přímo předpokládá pasivní účast investorů. Výjimkami tedy jsou právě případy Koscot a dále Glenn W. Turner. Nejvyšší soud USA v těchto případech kladl důraz právě na „manažerské úsilí“ jako signifikantní hodnotící element. Přitom dle Sonderquista hraje roli fakt, že právě v případě společnosti Koscot šlo více o technické schopnosti než manažerské – a sice schopnost vést efektivně celé setkání, a to na základě jasně stanovených pravidel v předloženém návodu. Dále hrálo roli celé komplexní know-how, jak celý tento meeting do posledního detailu uskutečnit, aby efekt byl maximální a noví investoři do systému vstoupili.

2.3.3 Evidence of Indebtedness

Dalším z pojmů, který v definici cenného papíru (securities) dle Securities Act z roku 1933 vyvolává nejasnosti, je doklad o dluhu (evidence of indebtedness). Nepřímo byl tento pojem zmíněn v trestním řízení United States versus Jones ohledně činu krádeže. Dále se tímto pojmem nepřímo zabývala rovněž Securities and Exchange Commission v souvislosti s posuzováním, zda jistá transakce byla prodejem cenných papírů, přičemž samotný předmět transakce nebyla Securities and Exchange Commission paradoxně schopna přímo identifikovat, nicméně prohlásila, že nejbližší se podobá právě evidence of indebtedness.

⁶⁸ SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 148

Případ: United States versus Jones⁶⁹

Základní otázkou řešenou v tomto případě bylo, zda lze letenku považovat za cenný papír (security). Pan Jones, zaměstnanec společnosti Braniff International Airlines si přes své známé obstaral dvě nevyplněné letenky společnosti Braniff. Pan Jones je vyplnil a potvrdil ve prospěch třetích osob, aniž by k tomuto byl společností Braniff autorizován. Následně byly letenky použity na okružní cestu San Antonio, Texas, Acapulco a Mexico. Obvyklou praxí společnosti Braniff bylo, že letenky byly vyměněny za hotovost nebo za jiné letenky ve stejné hodnotě, pokud se jejich držitel rozhodl cestu zrušit. Ačkoliv na letenkách je napsáno, že jsou nepřenositelné, společnost Braniff fakticky nekontrovala identitu svých pasažérů, a prostě je vpustila na palubu, aniž by prověřovala, zda jsou skutečnými vlastníky letenek.

Pan Jones byl souzen za čin, kterým porušil zákaz převozu zfalšovaných, padělaných, upravených cenných papírů (securities) mezi jednotlivými státy federace. Pan Jones však namítal, že letenky nejsou cennými papíry (securities) ve smyslu Securities Act z roku 1944 a tudíž tento trestný čin nemohl spáchat.

Stanovisko žalobce bylo takové, že pokud jsou letenky vyměnitelné za hotovost, jedná se o doklad o dluhu (evidence of indebtedness). Odvolací soud však uzavřel, že pojem doklad o dluhu musí být vykládán v kontextu celé definice. Je třeba poznamenat, že pojem securities je definován velmi specificky a s výjimkou právě pojmu evidence of indebtedness i každý z dalších instrumentů vyjmenovaný v definici zákona má jasnou a specifickou komerční úlohu. Proto si odvolací soud myslí, že je nejisté, že by Kongres jakožto zákonodárce zamýšlel, aby na evidence of indebtedness bylo nahlíženo jako na shrnující pojem pro všechny písemnosti, které nejsou v definici výslovně vyjmenované a představují jakýkoliv závazek jejich výstavce činit něco ve prospěch jejich držitele. Pojem evidence of indebtedness tedy zahrnuje takové dokumenty jakým je směnka (promissory note), který jasně stanoví primární povinnost

⁶⁹ *Open Jurist* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. UNITED STATES of America, Plaintiff-Appellee, v. Ronnie JONES, Defendant-Appellant. Dostupné z WWW: <<http://openjurist.org/450/f2d/523/united-states-v-jones>>.

zaplatit jejímu držiteli určitou výši peněz. Protože letenky primárně nepředstavují povinnost zaplatit určitou sumu peněz, nemohou být evidence of indebtedness.

Případ: The Procter & Gamble Company versus Bankers Trust Company and BT Securities Corporation⁷⁰

Případ Procter & Gamble Company versus Bankers Trust Company je zajímavý tím, že pojednává vedle evidence of indebtedness o relativně mladém instrumentu - interest rate swap agreement. Podle Sonderquista⁷¹ se tímto instrumentem rozumí smlouva mezi dvěma stranami, které si na určitou dobu vyměňují své cash-flow. Obecně je účelem interest rate swapu ochránit stranu před změnami úrokových sazeb. Nejjednodušší formou swapu je potom tzv. „plain vanilla“ interest-rate swap, kdy jedna strana platí fixní úrokovou míru a druhá strana přebírá povinnost platit floating rate. Ve složitějších interest rate swapech, o jaký se jednalo v posuzovaném případě, šlo o to, že floating interest rate se odvozovala od hodnoty různých cenných papírů nebo indexů. Strana s floating interest rate tedy vstupuje do transakce za situace, kdy jí její hodnota není známa a závisí na vývoji trhů. Jak dopadne swapová transakce, záleží tedy na tom, jak se změní celý trh, na který je navázána.

Společnost Procter and Gamble argumentovala, že swaps nejsou směnky, ale evidence of indebtedness, neboť obsahují oboustranný závazek k zaplacení peněz mezi stranami. Strany se zavází uhradit dluh, který se skládá z budoucích povinností platit úroky na spekulativní výši. Tato argumentace však nebyla přijata, neboť swap postrádá esenciální element evidence of indebtedness, a sice platbu nebo vrácení jistiny. U swapu však dochází pouze k platbám úroků a jistina nikdy nezmění svého vlastníka.

⁷⁰ *THE PROCTER & GAMBLE COMPANY, Plaintiff-Appellee, v. BANKERS TRUST COMPANY, BT SECURITIES CORPORATION*, [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. Find Law. Dostupné z WWW: <<http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?navby=search&case=/data2/circs/6th/960076p.html>>. <http://caselaw.lp.findlaw.com/scripts/getcase.pl?navby=search&case=/data2/circs/6th/960076p.html>

⁷¹ SODERQUIST, Larry D. *Securities Regulation*. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 153

Definice swap smlouvy byla poté doplněna do Securities Act z roku 1933 na základě tohoto rozhodnutí pod článek 2A, přičemž je rovněž negativně vymezena vůči evidence of indebtedness.

2.3.4 Sale of Business

Počátkem sedmdesátých let se Nejvyšší soud USA začal zabývat posouzením, zda pod pojem cenného papíru (security) spadá prodej podniku jako celku, i když jde o prodej stoprocentního balíku akcií. To vše rovněž dle části definice „securities“ v Securities Act z roku 1933 uvedené na samotném počátku článku 2 „pokud z kontextu nevyplývá jinak“ (unless the context otherwise requires). Tomuto předcházela četná rozhodnutí nižších soudů, které vyvinuly tzv. doktrínu „prodeje podniku“ (sale of business)⁷². Soudy dle této doktríny dovozovaly, že pokud dochází k prodeji podniku formou převodu všech akcií, logickým závěrem musí být, že akcie není poté cenným papírem ve smyslu Securities Act z roku 1933. Argumentem soudů bylo, že v takovém případě jde pouze o vstup do pozice vlastníka celého podniku a získání plné kontroly nad ním. Nejvyšší soud USA se od této doktríny distancoval v rozhodnutí *Landreth Timber Co. versus Landerth* popsané blíže níže, kdy prohlásil, že akcie jako taková je vždy cenným papírem (security) ve smyslu Securities Act z roku 1933, a to bez ohledu na účel transakce či procentuální objem prodávaných akcií. Soderquist k tomuto uvádí, že idea, že akcie nejsou cenným papírem, je téměř nepochopitelná. Nicméně dovozuje, že více zarážejícím by byl v tomto kontextu opak. Pokud by vlastník podniku chtěl prodat celých sto procent zájemci, který chce koupit a řídit celou společnost, a to dle principu arm's length a přímým prodejem, byl by povinen plnit veškeré registrační povinnosti, zatímco kdo by podnik prodával jako majetek, podléhal by obchodním pravidlům common law.

⁷² RATNER, David L. *Securities Regulation in a Nutshell*. 7. [s.l.] : West Publishing Company, 2002. ISBN 0314256571. s. 23

Ivan K. Landerth a jeho synové vlastnili všechny akcie v dřevo-těžařském podniku, který se nacházel v městě Tonasket, ve státě Washington. Všechny akcie nabídli prostřednictvím brokera ve Washingtonu. Ještě před tím než se našel kupující, byla pila zničena požárem. I přesto nadále pokračovali v prodeji. Potenciální zájemce byl o škodě plně informován a seznámen s jejím rozsahem a bylo mu řečeno, že musí dojít k modernizaci a opravě celé pily po požáru. O akcie podniku se začal zajímat daňový advokát, pan Samuel Dafnie z Massachusetts, přičemž si spočítal na základě informací o modernizaci pily její výnosnost.

Po koupi se však zjistilo, že původní odhady ohledně opravy pily byly špatné a přesáhly očekávání a nové vybavení nebylo kompatibilní se starým. Prodal tedy pilu se ztrátou a žaloval prodávající, že porušili povinnost registrace dle Securities Act z roku 1933. Rovněž tvrdil, že uvedli zavádějící a nepřesné informace o hodnotě a budoucím vývoji těžařské společnosti, čímž porušili Securities Exchange Act z roku 1934. Žalovaní se bránili, že podle doktríny o prodeji podniku (sale of business) nedošlo k prodeji cenných papírů (securities) ve smyslu Securities Act z roku 1933 a Securities Exchange Act z roku 1934.

Žalovaní se dále rovněž odvolávali na případ Forman, kde Nejvyšší soud USA zmínil, že nemohlo jít o investici a očekávaný zisk, který měl vzniknout přičiněným jiných, když si pan Forman kupoval akcie (stocks) ohledně vlastního bytu, který ale dle pravidel nemohl prodat. Obdobně zde dovozovali, že kupující koupil všechny akcie s tím, že sám bude podnik vlastnit a sám jej bude provozovat. Tedy nebyla by splněna podmínka, že zisku dosáhne úsilím jiných a neměl by spadat pod ochranu Securities Act z roku 1933. Dovozovali, že ochrana byla totiž míněna pro jiné situace a především pro pasivní investory, kteří nemají možnost ovlivnění výsledku celé investice.

⁷³ *Open Jurist* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. LANDRETH TIMBER COMPANY, Petitioner v. Ivan K. LANDRETH et al. Dostupné z WWW: <<http://openjurist.org/471/us/681/landreth-timber-company-v-k-landerth>>.

S touto interpretací však Nejvyšší soud USA nesouhlasil. Především v jiných případech šlo o to, zda šlo vůbec o cenný papír (security), přitom ekonomická realita u těchto instrumentů byla taková, že šlo o něco, co vypadalo úplně z konceptu předpokládaného Securities Act z roku 1933. V posuzovaném případě se naproti tomu pojednává o instrumentu, který je tradičním cenným papírem a je výslovně uveden v definici článku 2 Securities Act z roku 1933. Není tedy třeba dívat se za samotnou charakteristiku instrumentu, aby bylo zjištěno, zda se aplikuje Securities Act z roku 1933 či nikoliv. Navíc Howey test je určen pro to, zda jde o investiční smlouvu. Ne pro případy posouzení obsahu jiných instrumentů v článku 2 vyjmenovaných. Zároveň soud nesouhlasí s tím, že definice cenného papíru a i celý účel Securities Act z roku 1933 je pokrýt a chránit pouze pasivní investory.

Kromě toho co se týče povinnosti registrace a veřejné nabídky, v tomto případě by se aplikovala výjimka dle § 4 (2) Securities Act z roku 1933, neboť nejde o veřejnou nabídku. Nejvyšší soud USA uzavřel, že v tomto případě jde o akcie ve smyslu v článku 2 obsažené definice cenného papíru a doktrína o prodeji podniku se neaplikuje.

2.3.5 Směnky a dluhopisy (notes)⁷⁴

V judikatuře Nejvyššího soudu USA se vyvinulo pravidlo, že pokud je směnka a dluhopis investičního charakteru, jde o cenný papír, ale pokud je obchodního charakteru, nespadá pod Securities Exchange Act z roku 1934, ledaže její splatnost je delší než devět měsíců.

Případ: *Reves versus Ernst and Young*⁷⁵

Co-Op bylo sdružení farmářů, které mělo dvacet tři tisíc členů. Aby získali peníze, vydali dluhopisy. Tyto nebyly nijak zajištěné ani pojištěné. Vyplácel se

⁷⁴ Na tomto místě je třeba dodat, že pojem „směnka“ a „dluhopis“ v tomto kontextu splývá, ačkoliv se zde používá anglický pojem *note*. Jakožto dluhopis by byl spíše vhodnější volnější překlad dlužní úpis, neboť pojmu dluhopis více odpovídá anglický pojem *bond*.

⁷⁵ *BOB REVES, et al., PETITIONERS v. ERNST & YOUNG* [online]. 2010 [cit. 2010-12-05]. Cornell Univeristy Law School. Dostupné z WWW: <<http://www.law.cornell.edu/supct/html/91-886.ZO.html>>.

pravidelně úrok, který byl stanoven každý měsíc a byl o něco vyšší, než platily místní finanční instituce. Co-Op nabídl dluhopisy jak členům, tak nečlenům. Reklamy na koupi dluhopisů obsahovaly mimo jiné slogany jako „Společnost Co-OP má majetek v hodnotě více než 11 miliónů amerických dolarů investovaný v pozemcích, které stojí za vaší investicí. Investice není federálně pojištěná, ale je bezpečná a zajištěná a je k dispozici, kdykoliv ji potřebujete.“

I přes tato ujištění prohlásila společnost Co-OP v roce 1984 bankrot. K okamžiku podání návrhu drželo její dluhopisy v celkové hodnotě deset miliónů amerických dolarů 1.600 lidí. Držitelé poté podali žalobu na společnost Ernst and Young and Co., která auditovala Co-Op. Ernst and Young údajně špatně prověřila a ocenila majetek, a pokud by byla jeho hodnota vyčíslena reálně, investoři by si svou investici rozmysleli a neinvestovali by. Tím Ernst and Young porušila Arkansaské právo cenných papírů. Společnost Ernst and Young se bránila, že předmětné dluhopisy nebyly cennými papíry dle Securities Act z roku 1933, ani dle arkansaského práva cenných papírů.

Nejvyšší soud USA opětovně uvedl, že Kongres jakožto zákonodárce nezamýšlel omezit rozsah působnosti Securities Act z roku 1933. Naopak pojal definici cenného papíru velmi široce tak, aby zahrнула jakýkoliv instrument, který by byl prodáván jako investiční. Nejvyšší soud doslova uvádí: „Při plnění svých povinností nesmíme být vázáni právním formalismem, ale musíme brát ohled na ekonomické pozadí transakce a investice, která je hodnocena.“ Záměrem Kongresu bylo regulovat investice, ať již jsou činěny v jakémkoliv formě a pod jakýmkoliv označením. V případě Landreth Timber Co. versus Landerth bylo prokázáno, že např. akcie je vždy investicí, pokud jejím obsahem je to, co se s tímto instrumentem historicky spojuje. Tento přístup však nelze aplikovat u dluhopisů, neboť tento pojem sám o sobě je velmi široký a zahrnuje instrumenty celé škály charakteristik podle toho, zda byly vydány v kontextu spotřebitelském, jako obchodní papír, nebo v jiném investičním kontextu. Zatímco akcie je esenciální a vnímána jako synonymum cenného papíru a investoři tudíž logicky předpokládají, že prodej akcií spadá pod Securities Act z roku 1933, nelze totéž říci o dluhopisech i směnkách, které jsou používány pro řadu různých účelů a transakcí.

Pojem v Securities Act z roku 1933 „jakýkoliv dluhopis, resp. směnka (any note) nemůže být tedy vykládán naprosto doslovně, ale je třeba ho chápat v kontextu toho, co bylo cílem a záměrem zákonodárce.

Nejvyšší soud USA tedy musel vyvinout jiné pravidlo ohledně dluhopisů a směnek. Druhý senát např. dovodil, že dle zásady druhové podobnosti (family resemblance), je třeba považovat za dluhopis a směnku jako cenný papír každý tento instrument s dobou splatnosti nad devět měsíců. Zároveň však druhý senát vytvořil seznam dluhopisů a směnek, které zjevně nejsou cennými papíry (securities). Výstavce tak dle tohoto testu může vyvrátit domněnku o tom, že jeho dluhopis či směnka je cenným papírem, pokud prokáže, že jeho dluhopis či směnka se druhově podobá instrumentu, který je v seznamu instrumentů, který druhý senát Nejvyššího soudu USA za cenné papíry nepovažuje. Dalším přístupem, který se vyvinul v praxi Nejvyššího soudu USA, je široké posuzování celého kontextu, v němž byla daná směnka nebo dluhopis vydán. Tyto dva přístupy tedy spojují test investiční a komerční.

Nejvyšší soud USA se nakonec přiklonil k teorii druhé podobnosti (family resemblance), která tedy jako základní premisu předpokládá, že každý dluhopis či směnka (any note) je cenným papírem (security), nicméně uznává, že tato domněnka nemůže být nevyvratitelná. Na seznamu jsou takové dluhopisy či směnky jako například dluhopisy či směnky používané při spotřebitelských úvěrech a jiných formách spotřebitelského financování, dluhopisy zajištěné hypotékou na dům, krátkodobé dluhopisy zajištěné zástavním právem na menší podnik (lien on a small business) nebo některým majetkem podniku, krátkodobé dluhopisy či směnky zajištěné postoupením pohledávky na běžném účtu nebo dluhopisy a směnky, které jednoduše formalizují závazek na otevřeném účtu vzniklém při běžném provozu podniku.

Co s týče výčtu výjimek, zdůraznil Nejvyšší soud USA, že je třeba mít na zřeteli, že tento seznam není nijak uzavřený (graven in stone) a může tak být rozšiřován dle potřeby. Nicméně musí být vyvinuty standardy pro vyhodnocení, zda daná položka může být zahrnuta na seznam. Předně je třeba brát v úvahu motivaci, kterou by měl rozumný prodávající a kupující pro to, aby transakci uskutečnil. Pokud je základní

motivací prodávajícího získat peníze na provoz podniku nebo k financování podstatných investic a kupující se zajímá primárně o zisk, který má dluhopis nebo směnka generovat, potom je tento instrument nutno považovat za cenný papír. Pokud je směnka či dluhopis vydán, aby ulehčil prodej nebo nákup menšího objemu majetku nebo spotřebitelského zboží nebo aby korigoval problémy s cash flow prodávajícího nebo jako záloha pro jiné obchodní nebo spotřebitelské účely, poté je takovýto instrument z pojmu cenného papíru spíše vyloučen. Nejvyšší soud USA dále hodnotí plán distribuování daného instrumentu, aby se určilo, zda jde o instrument, ve kterém jsou obsaženy obchodí spekulativní prvky nebo investice. Nejvyšší soud USA v tomto testu rovněž prověřuje rozumná očekávání investující veřejnosti. Toto kritérium je třeba hodnotit i tehdy, pokud by dle jiných kritérií nemělo jít o cenný papír (security).

Na základě takto precizovaného testu druhové podobnosti (family resemblance) považuje Nejvyšší soud USA posuzované dluhopisy za cenné papíry. Co-Op v tomto případě prodávala dluhopisy, aby zvýšila svůj kapitál a kupující je kupovali proto, aby z nich dostali úroky. Motivací kupujících byly právě úroky, které byly o něco vyšší než ty, které nabízely banky, a nikoliv investice, což namítala společnost Ernst and Young. Nejvyšší soud USA však při hodnocení dle jednotlivých kritérií dospěl k tomu, že dluhopisy zde byly nabízeny širokému publiku. Navíc v reklamách byly označovány výslovně za investici. Nejvyšší soud USA se dále vypořádal s námitkou Ernst and Young, že posuzované dluhopisy nebyly obchodovatelné na burze a tím pádem likvidní a nebyla tak dána charakteristika cenného papíru, když riziko bylo vztaženo pouze na výplatu úroku. Nejvyšší soud USA k tomuto uvedl, že obchodovatelnost na burze samozřejmě snižuje rizika, neboť takovéto cenné papíry jsou lépe likvidní, nicméně ani to neeliminuje rizika investora, proto tento argument nemůže daný instrument z pojmu cenného papíru vyloučit.

2.3.6 Definice v Německé spolkové republice

Německé právo stejně jako právo české nezná legální definici pojmu cenný papír. Teorie však dovozuje definici rovněž obdobně.

2.3.6.1 Pojem cenného papíru v německém právu

Německý právní řád používá pojem cenného papíru (Wertpapier) na více místech (např. §§ 232, 1818 BGB nebo § 369 odst. 1 HGB), ovšem nikde jej přímo nevymezuje. Podle většinového názoru se pod pojmem „Wertpapier“ rozumí „listina, ve které je soukromé právo zachyceno takovým způsobem, že k jeho uplatnění je zapotřebí držba listiny.“⁷⁶ Tato definice je v německé právní teorii ustálená, když shodnou definici⁷⁷ lze nalézt např. u Canarise již v roce 1986.⁷⁸

Brox i Canaris shodně zdůrazňují, že listina musí právo obsahovat nikoliv pouze tuto skutečnost deklarovat. Vyloučeny jsou listiny zachycující jakákoliv práva, která mají svůj původ mimo právo soukromé (např. stavební povolení).

Z výše uvedené definice dovozuje německá teorie povinnost spojenou s cenným papírem, a to povinnost k předložení (Vorlegungspflicht), jejímž splněním se právo realizuje. Canaris ovšem upozorňuje, že existence práva nemusí být nutně závislá na existenci listiny samotné. Toto pravidlo je totiž prolomeno možností umoření cenného papíru (Aufgebotsverfahren). V této souvislosti dále upřesňuje definici cenného papíru tak, že „uplatnění práva bez držby listiny je zásadně možné v případě umoření listiny.“⁷⁹

Canaris dále rozporuje a relativizuje i další specifický definiční znak cenného papíru, a to nutnost držby listiny při převodu práva, které je v ní zakotveno. Je zřejmé, že tento problém se týká především cenných papírů na jméno (Rektapapiere), kdy není vyloučeno, aby právo přešlo pouze dohodou (Einigung), aniž by došlo k předání cenného papíru. Jako příklad uvádí postoupení práva z vkladní knížky (Sparbuch), k čemuž není vyžadováno předání samotné vkladní knížky. Nicméně u některých cenných papírů na jméno zákon výslovně nutnost předání uvádí. Canaris uvádí např. hypoteční,

⁷⁶ BROX, Hans. Handelsrecht und Wertpapierrecht . 14. München : C.H. Beck, 1999. ISBN 3-406-44833-X. s. 217.

⁷⁷ *Ein Wertpapier ist eine Urkunde, in der ein privates Recht in der Weise verbrieft ist, dass zur Geltendmachung des Rechts die Innhabung der Urkunde erforderlich ist.*

⁷⁸ HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. Recht der Wertpapiere . 12. München : Verlag Franz Vahlen GmbH, 1986. ISBN 3-8006-1172-4. s. 1.

⁷⁹ HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. Recht der Wertpapiere . 12. München : Verlag Franz Vahlen GmbH, 1986. ISBN 3-8006-1172-4. s. 5.

pozemkové nebo penzijní zástavní listy (Hypotheken-, Grund- und Rentenschuldbriefen).

Rovněž v případě zániku lze říci, že právo zakotvené v listině, existuje samostatně mimo listinu samotnou. Jde samozřejmě dle Canarise jen o případ splnění, kdy je logické, a mělo by být zájmem dlužníka, aby v případě splnění požadoval vrácení cenného papíru zpět. Toto právo mu dle Canarise náleží jak vůči věřiteli, tak vůči třetím osobám.⁸⁰

Shodně s českou teorií jsou z pojmu cenných papírů vyloučeny listiny, které právo pouze dokládají (Beweisurkunden), mezi které německá teorie řadí i legitimační papíry, ovšem pouze v tzv. základní formě (einfache Legitimationspapiere). Canaris uvádí jako příklad Beweisurkunde např. i notářské zápisy nebo smlouvy či prohlášení dlužníka (Schuldschien).⁸¹ Tyto důkazní listiny nejsou tedy cenným papírem především z toho důvodu, že právo samotné může být převedeno bez samotného převodu listiny v něm zakotvené, přičemž podstatné je, že listinu není třeba pro uplatnění práva předložit. Canaris oproti tomu poté vymezuje obdobné listiny, které se sice rovněž převádějí postupem dle pravidel změny věřitele (tedy cesí), ovšem i pak je třeba listinu k uplatnění práva předložit. Shodně s českou teorií a i ZCP se v tomto případě jedná o cenné papíry na jméno (Rektapapiere), které však, jak níže uvedeno, jeden z názorových proudů v německé teorii za cenný papír nepovažuje.

Menšinový názor v německé teorii předpokládá, že dalším z pojmových znaků cenného papíru je skutečnost, že právo v něm zakotvené přechází pouze s danou listinou. Pokud tento pojmový znak schází a k převodu je nutný postup podle pravidel o postoupení pohledávky, nemůže jít o cenný papír.⁸² Podle tohoto menšinového názoru by tedy pod pojem cenného papíru (Wertpapier) nespádaly všechny cenné papíry na jméno (Namenspapiere und Rektapapiere).

⁸⁰ HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. Recht der Wertpapiere . 12. München : Verlag Franz Vahlen GmbH, 1986. ISBN 3-8006-1172-4. s. 7.

⁸¹ HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. Recht der Wertpapiere . 12. München : Verlag Franz Vahlen GmbH, 1986. ISBN 3-8006-1172-4. s. 2.

⁸² BROX, Hans. Handelsrecht und Wertpapierrecht . 14. München : C.H. Beck, 1999. ISBN 3-406-44833-X. s. 218.

Canaris k vysvětlení logiky této definice cenného papíru uvádí, že je vždy třeba rozlišovat u jakéhokoliv papíru (ať již cenný papír ve smyslu většinového názoru nebo pouze důkazní listina – Beweisurkunde) dvě různá práva. Předně je to právo, které je v listině zakotveno (např. pohledávka ve výši 100 EUR). Na druhé straně je však papír věcí v právním slova smyslu, tedy existuje rovněž vlastnické právo k tomuto papíru (listině). Je samozřejmě účelné, aby obě práva příslušela téže osobě. Pokud by tomu tak nebylo, nemá cenný papír pro jeho vlastníka žádnou hospodářskou hodnotu, pokud mu nepřísluší zároveň právo v něm zakotvené. Stejně tak opačně osoba oprávněná z práva zakotveného v listině by byla ve špatném postavení, pokud by nemohla s právem, resp. listinou nakládat nebo jí použít jakožto důkaz svého práva. Přístupy k řešení tohoto problému mohou být dle Canarise dva. Buďto lze říci, že ten, kdo nabude právo k papíru, nabývá rovněž právo v něm zakotvené, potom dochází k převodu práva převodem papíru jakožto věci a převod a účinky se řídí úpravou práv k věcem. Nebo naopak může zákon stanovit, že základním je samotné právo na papíře zachycené, a dochází tedy k převodu práva podle pravidel o postoupení pohledávky.

Definice pravého cenného papíru (echtes Wertpapier), jak jej tato menšinová nauka nazývá, je podle Canarise na základě výše řečeného doplněna o to, že musí jít o takový papír, u kterého právo z tohoto papíru následuje právo k samotnému papíru.⁸³ Canaris uvádí, že účelem výstavce takového cenného papíru je tedy spojení samotného práva s listinou natolik pevně, že právní osud tohoto práva podléhá věcně právním účinkům ohledně samotné listiny. Praktický důsledek spatřuje Canaris v tom, že se zde aplikuje mnohem širší možnost využití principu nabytí v dobré víře.

Canaris shrnuje, že díky této nauce dochází k vymezení zvláštní kategorie cenných papírů jakožto „cenných papírů v užším smyslu“ (Wertpapiere im engeren Sinn) nebo jako „cenné papíry veřejné víry“ (Wertpapiere öffentlichen Glaubens). V souladu s většinovým názorem však Canaris uzavírá, že tato skupina cenných papírů není jediná.

⁸³ „nur dasjenige Papier, bei dem das Recht aus dem Papier dem Recht am papier folgt“

2.3.6.2 Zvláštní kategorie cenných papírů v německém právu

Poukázka (Anweisung)

Ustanovení § 783 a násl. BGB upravují institut shodný s poukázkou upravenou v § 535 a násl. ObčZ. Podstatný rozdíl však spočívá v tom, že dle německé úpravy, má-li se jednat o poukázku (Anweisung) v tomto smyslu, musí jít o písemný dokument. Pokud by došlo k poukázání ústně, nejednalo by se o vztah dle § 783 a násl. BGB.⁸⁴ Poukázka je dle německého práva cenným papírem na jméno (Rektapapier).⁸⁵

Dlužní úpis na majitele (Schuldverschreiben auf den Inhaber)

Dlužní úpis na majitele je podle § 793 a násl. BGB listina, ve které se výstavce zavazuje majiteli listiny k určitému plnění. Dle německé teorie je cenným papírem na majitele (Inhaberpapier). Obsah plnění, ke kterému se výstavce zavazuje, není zákonem ani teorií specifikován, nicméně většinou se jedná o peněžní plnění. Obsahově a rovněž svým praktickým použitím je shodný s českým dluhopisem. Faktický rozdíl je právě ve skutečnosti, že předmětem tohoto cenného papíru může být, na rozdíl od českého dluhopisu, rovněž nepeněžité plnění. Nicméně zákonná úprava § 793 BGB je základem četných obligací obchodovaných na kapitálovém trhu.

Dle Canarise je rovněž nesporné, že předmětem tohoto dlužního úpisu na majitele může být i nepeněžité plnění, aniž by taková listina ztratila povahu cenného papíru, ovšem hospodářský význam je v tomto případě minimální. V úvahu zde přicházejí třeba obchodní úpisy na zboží ve formě konosamentu na majitele nebo skladištního listu na majitele.⁸⁶

⁸⁴ Toto plyne z ustanovení § 781 BGB, dle kterého se musí jednat o listinu (*Urkunde*), v níž je pokyn učiněn. Text zní: *„Hängt jemand eine Urkunde, in der einen anderen anweist, Geld, Wertpapiere oder andere vertretbare Sachen an einen Dritten zu leisten, dem Dritten aus, so ist dieser ermächtigt, die Leistung bei dem Angewiesenen im eigenen Namen zu ergeben...“*

⁸⁵ BROX, Hans. Handelsrecht und Wertpapierrecht . 14. München : C.H. Beck, 1999. ISBN 3-406-44833-X. s. 354.

⁸⁶ HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. Recht der Wertpapiere . 12. München : Verlag Franz Vahlen GmbH, 1986. ISBN 3-8006-1172-4. s. 208.

Zvláštností je, že majitel této listiny může nárok v ní zakotvený uplatňovat, ledaže není oprávněn k dispozici s listinou nakládat. To má podle Canarise následující důsledky. Pravým věřitelem je skutečný oprávněný vlastník, a nikoliv její (formální) majitel. Zloděj tedy není z listiny oprávněn. Nicméně zákon v § 793 BGB předpokládá a presumuje, že její držitel je oprávněn k požadování plnění. Navíc v podmínce vyjádřené v tomto ustanovení je plně vyjádřena zásada menšinové teorie cenných papírů, tedy cenných papírů veřejné víry (Wertpapiere öffentlichen Glaubens), neboť se předpokládá, že oprávněným z práva je osoba oprávněná k listině (es sei denn, er nicht zur Verfügung über die Urkunde berechtigt ist).⁸⁷

Vedlejší cenné papíry (Nebenpapiere)

Tyto cenné papíry mají společné to, že jsou vydávány pouze spolu s hlavní listinou. Do této zvláštní kategorie zařazuje německá teorie cenné papíry opravňující k výplatě úroků (Zinsscheine), podílů na zisku (Gewinnanteilscheine nebo Dividendenscheine), renty (Rentenscheine). Dále se sem formálně řadí tzv. obnovovací papíry (Erneuerungsscheine nebo Talons), nicméně tyto papíry nejsou považovány za cenný papír, ale pouze za legitimační papír. Canaris považuje za jejich výhodu fakt, že umožňují uplatnění práva, aniž by zároveň musel být předložen hlavní cenný papír, ke kterému se váží, a který zakotvuje hlavní nárok (Mantel).

Canaris však mezi vedlejší cenné papíry řadí pouze kupóny k výplatě úroků (Zinsscheine), přičemž ostatní uvedené instrumenty považuje za jiné cenné papíry akciového práva, které tak považuje rovněž za vedlejší cenné papíry, vážící se ovšem toliko k této kategorii cenných papírů.⁸⁸ Obdobně pak kategorizuje rovněž vedlejší cenné papíry ve formě ziskových kupónů (Gewinnanteilscheine) v případě podkategorie investičních kupónů (Investitionsanteilschein).

Inhaberzeichen

⁸⁷ *Ibid.*

⁸⁸ HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. Recht der Wertpapiere . 12. München : Verlag Franz Vahlen GmbH, 1986. ISBN 3-8006-1172-4. s. 220.

Tyto listiny, které by bylo možno volně přeložit jako úpis ve prospěch vlastníka, jsou vymezeny v § 807 BGB a jsou teorií rovněž označovány za tzv. malé cenné papíry na majitele (kleine Inhaberpapiere). Jedná se o lístky, kupóny, známky či podobné listiny, přičemž v nich není označen věřitel, a výstavce se zavazuje poskytnout jejich majiteli za jistých podmínek specifické plnění. Jak uvádí Brox, tyto listiny jsou neúplné a často neobsahují například ani podpis výstavce (např. poukázka na občerstvení v rámci akce pořádané zaměstnavatelem).⁸⁹ Vymezení vůči legitimačnímu papíru spočívá v tom, že v případě Inhaberzeichen je výstavce povinen plnit kterémukoliv vlastníkovi (držiteli) této listiny. U legitimačního papíru sice, pokud plní držitel listiny, má toto plnění účinky splnění jeho dluhu, ovšem právně je zavázán k plnění pouze materiálně oprávněnému vlastníkovi. Brox jako příklad Inhaberzeichen uvádí např. vstupenky, slevové kupóny nebo stravenky.⁹⁰ Na náležitosti a práva z Inhaberzeichen se přiměřeně použijí některá ustanovení o dlužním úpisu na majitele. Nicméně z vynechání odkazů na některá ustanovení lze dovodit, že pro Inhaberzeichen neplatí přísná pravidla, co se týče jejich formy nebo např. doby jejich platnosti, která může být specificky omezena (např. slevový kupón).

Pro pochopení je významné rovněž rozdělení, které používá v této souvislosti Canaris.⁹¹ Na prvním místě uvádí čistě důkazní listiny, které nemají charakter cenného papíru. Tím může být např. jednoduché potvrzení zaměstnavatele o provedené práci vystavené zaměstnanci, které má být podkladem pro jeho odměňování. I bez tohoto potvrzení může zaměstnanec jím vykonanou práci prokázat jinak a požadovat odměnu. Potvrzení mu má jeho důkazní situaci pouze ulehčit. Další kategorií je jednoduchý legitimační papír (o těch je pojednáno krátce již výše). Dlužník zde může plnit držiteli této listiny a plněním svou povinnost splní, i když držitel nebyl oprávněný. Dlužník může dle povahy dané listiny vyžadovat i identifikaci resp. prokázání oprávnění od držitele listiny, není k tomu však povinen. Nicméně osoba oprávněná může požadovat plnění i bez této listiny a prokázat své právo jinak. Proto ani tyto listiny nemají charakter cenného papíru.

⁸⁹ BROX, Hans. Handelsrecht und Wertpapierrecht . 14. München : C.H. Beck, 1999. ISBN 3-406-44833-X. s. 362.

⁹⁰ *Ibid.*

⁹¹ HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. Recht der Wertpapiere . 12. München : Verlag Franz Vahlen GmbH, 1986. ISBN 3-8006-1172-4. s. 233.

Další skupinou jsou však již listiny, kterým Canaris význam cenného papíru přiznává. V tomto případě se jedná právě o tzv. malé cenné papíry na majitele (kleine Inhaberpapiere). Společnou je pro ně skutečnost, že pro uplatnění práva je nezbytná jejich držba. Jednou ze dvou podskupin těchto zvláštních cenných jsou lístky znějící na jméno (Rektazeichen). Příkladem jsou kupóny na železniční dopravu, tramvajenky atp. Mohou být vystaveny tak, že oprávněným je jen jedna konkrétní osoba nebo rovněž jakékoliv osoba, která tento kupón drží (pak jde rovněž o již kvalifikované legitimační papíry – viz níže). Další podskupinu vymezuje Canaris tak, že jde o listiny, které neobsahují žádnou konkrétní oprávněnou osobu. Může jít opět o listiny v kvalifikované formě (qualifizierte Legitimationszeichen), kdy se jejich výstavce či osoba povinná zprostiti plnění jakémukoliv držiteli, nebo o listiny (kupóny) na majitele (Inhaberkarten), kdy dlužník může plnit držiteli, ledaže prokáže, že držitel není z daného kupónu oprávněn. Posledně jmenovaný druh v praxi převažuje a jedná se o jízdenky, lístky do divadla, různé vstupenky atp.

Canaris zdůrazňuje, že právní povahu těchto instrumentů je však třeba zkoumat vždy individuálně.

Kvalifikované legitimační papíry (Qualifizierten Legitimationspapiere)

Jako kvalifikované legitimační papíry jsou označovány takové cenné papíry, z nichž je dlužník povinen plnit proti jejich předání nebo předložení, přičemž účinky splnění nastanou plněním jakémukoliv majiteli tohoto cenného papíru. Mezi tyto cenné papíry se řadí například listiny označované jako papíry na jméno s vlastnickou doložkou (Namenspapiere mit Inhaberklausel) upravené v § 808 BGB. Tyto cenné papíry přitom explicitně označují oprávněnou osobu. Brox uvádí jako příklad spořitelní knížky nebo pojistky.⁹²

Pro pochopení je důležité vymezení tohoto druhu cenného papíru vůči jiným institutům. Vůči jednoduchým legitimačním papírům (einfache Legitimationspapiere) je

⁹² BROX, Hans. Handelsrecht und Wertpapierrecht . 14. München : C.H. Beck, 1999. ISBN 3-406-44833-X. s. 364.

rozdíl daný tím, že u kvalifikovaného legitimačního papíru nemůže být právo v něm obsažené prokázáno jinak než předložením či předáním listiny. Oproti dlužnímu úpisu na majitele pak vlastník kvalifikovaného legitimačního papíru nemůže po dlužníkovi plnění vyžadovat (viz k tomu § 808 odst. 1 věta druhá BGB). Německá teorie proto označuje kvalifikované legitimační papíry jako „chromé“ nebo „pokulhávající“ cenné papíry na majitele (hinkende Inhaberpapiere)⁹³.

Cenné papíry upravené německým obchodním zákoníkem

Německý obchodní zákoník ve svém § 363 uvádí za zde specificky upravené cenné papíry obchodní poukázku (kaufmännische Anweisung), obchodní zavazovací dekret (kaufmännischer Verpflichtungsschein), přepravní pojistku (Transportversicherungspolice), náložní list (Ladeschein), konosament (Konnossement) a skladištní list (Lagerschein). S výjimkou prvních dvou cenných papírů jde dle HGB o instrumenty českému právu známé.

Cenné papíry dle definice ve WpPG

Německý zákon o prospektu (WpPG) definuje v § 2 č. 1 pojem cenného papíru následovně: „převoditelné cenné papíry, které mohou být obchodované na trhu, především:

- Akcie a jiné cenné papíry, které jsou srovnatelné s akciemi nebo podíly na kapitálových společnostech nebo jiných právnických osobách, dále certifikáty, které akcie zastupují;
- Dluhové papíry, především dluhopisy a dále certifikáty, které zastupují cenné papíry odlišné od cenných papírů vypočtených v prvním odstavci;
- Veškeré další cenné papíry, které opravňují k nabytí nebo zcizení těchto cenných papírů nebo vedou k zaplacení, které jsou založené na převoditelných papírech, měnách, úrokových sazbách nebo úrokových

⁹³ *Ibid*

výnosech, zboží nebo na jiných ukazatelích nebo měřítkách, s výjimkou peněžních instrumentů s dobou splatnosti kratší než dvanáct měsíců.

Tato definice odpovídá článku 4 odst. 1 č. 18 směrnice č. 2004/39/ES o trhu finančních nástrojů (MiFID), přičemž jednotlivé zde uvedené cenné papíry jsou pouze demonstrativním výčtem. Podle této směrnice jsou cennými papíry všechny cenné papíry, které mohou být obchodovány na kapitálovém trhu s výjimkou platebních instrumentů. Tato definice je tedy použitelná ve všech členských státech EU a vyplývá z ní, že pokud je v některé jurisdikci daný instrument považován za cenný papír a obchodovatelný na tamním trhu, musí být ve smyslu MiFID považován za cenný papír rovněž v ostatních členských státech.⁹⁴

V důvodové zprávě k WpPG se konstatuje, že podmínka obchodovatelnosti neznamená nutnost, aby daný cenný papír byl na trhu opravdu obchodován nebo k tomuto obchodování připuštěn. V důvodové zprávě byla rovněž tato možnost obchodovatelnosti na kapitálovém trhu (Kapitalmarktfähigkeit) přesněji vymezena. Podle německého práva se tak vyžaduje, aby daný druh cenných papírů byl vzájemně mezi různými subjekty převoditelný (Fungibilität). To tedy vylučuje ty instrumenty, kdy si musí strany individuálně dohodnout podmínky jejich převodu. Za cenné papíry v tomto smyslu pak nemohou být považovány v německém právu např. dluhopisy na jméno (Namensschuldverschreibungen) nebo dluhopisové půjčky (Schuldscheindarlehen), protože tyto cenné papíry lze převádět pouze cesí. I z tohoto důvodu jsou vyloučeny z definice podíly na společnostech s ručením omezeným nebo komanditních společnostech.⁹⁵ Definice cenného papíru dle WpPG pak nevyžaduje materializaci práva do listiny (Verbriefung), na rozdíl od BörsG. Účel WpPG totiž nevyžaduje, aby nabízená investice byla zakotvena v konkrétním dokumentu. Cennými papíry pak kromě konkrétních efektů, které jsou reprezentovány listinou nebo

⁹⁴ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 93.

⁹⁵ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 94.

hromadnou listinou, jsou rovněž tzv. cenná práva (Wertrechte).⁹⁶ Materializace do listiny tedy dle WpPG není nutným pojmovým znakem cenného papíru. To může být příklad zaknihovaných akcií na jméno (unverbriefted Namensaktien). Tedy jakékoliv cenné papíry bez ohledu na jejich vnější formu a vzhled jsou dle WpPG cennými papíry.

Nicméně jak uvádí Assmann/Schlitt/Colomb, nematerializované (unverbriefted) opce na nabytí cenných papírů samy o sobě cennými papíry nejsou.⁹⁷ Ovšem i v tomto případě je třeba dle logiky zákona a směrnice č. 2003/71/ES okamžik nabytí cenného papíru vztáhnout již k okamžiku získání opce, pokud ovšem tato opce bez dalšího vede k nabytí cenného papíru. To ovšem nic nemění na tom, že takováto opce stále není cenným papírem, přičemž tento závěr pouze vychází z definice veřejné nabídky (viz k tomu níže bod 3.7.2 této práce).

Pod pojem cenného papíru musí být kvůli jednotnému výkladu přiřazeny rovněž zahraniční cenné papíry. Německá teorie se shoduje na tom, že posouzení daného instrumentu jakožto cenného papíru musí podléhat především německému právu.⁹⁸ Nicméně vlastnosti daného posuzovaného cenného papíru se řídí právem státu, kde byl emitován. Vše ostatní ovšem musí podléhat posouzení dle německého práva, neboť se jedná o účel německého WpPG a o ochranu německého trhu a německých investorů. Problém může vzniknout v rámci řízení dle WpPG, pokud by se např. podle německého práva jednalo o majetkové vklady dle VerkProspG (Vermögensanlagen), nicméně dle práva státu emitenta by se jednalo o cenný papír. V takovém případě by se měl daný instrument posuzovat podle kritérií stanovených ve WpPG resp. VerkProspG. BaFin by potom rozhodoval o režimu takového instrumentu a zda se jedná o cenný papír či nikoliv. Ovšem výjimku zde tvoří situace, kdy jde pouze o notifikaci na základě

⁹⁶ BERRAR, Carsten. Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO . Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7. s. 41.

⁹⁷ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 94.

⁹⁸ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 95. nebo BERRAR, Carsten. Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO . Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7. s. 42.

evropského pasu podle směrnice č. 2003/71/ES, kdy je rozhodující stanovisko a posouzení orgánu státu, kde byl daný instrument již registrován.

Za zmínku stojí na závěr fakt, že německý WpPG ohledně vymezení pojmu cenného papíru na rozdíl od MiFID použil u platebních instrumentů limit splatnosti nad dvanáct měsíců jakožto kritérium pro subsumpci pod pojem cenného papíru ve smyslu MiFID. Jedním z důvodů bylo i to, že platební instrumenty pod jeden rok jsou obchodovány z velké části pouze institucionálními investory a jejich podřazení pod WpPG a tedy ochranu nekvalifikovaných investorů by bylo zbytečné.

3. Veřejná nabídka cenných papírů

Následující část disertační práce se zabývá veškerými aspekty procesu veřejné nabídky cenných papírů. Vedle popisu a analýzy českého právního řádu (v kontextu práva evropského) bude cílem srovnávat jednotlivé instituty, bude-li to možné a vhodné, s úpravou ve Spojených státech amerických a úpravou ve Spolkové republice Německo.

3.1 Prameny

Prameny úpravy veřejné nabídky cenných papírů jsou s ohledem na silný harmonizační vliv evropského práva četné. Kromě zákonů, směrnic a nařízení hrají významnou úlohu rovněž výkladová stanoviska orgánů dohledu a rovněž stanoviska Výboru pro evropskou regulaci cenných papírů (CESR), které sice nelze za prameny považovat, nicméně jsou cenným inspiračním zdrojem pro pochopení jednotlivých předpisů týkajících se přímo či nepřímo veřejné nabídky.

3.1.1 Prameny evropského práva

Základním předpisem evropského práva upravujícím a sjednocujícím povinnosti v souvislosti s veřejnou nabídkou cenných papírů je směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování. Současně se směrnicí č. 2003/71/ES bylo vydáno Nařízení Komise č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, kterým se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES, pokud jde o údaje obsažené v prospektech, úpravu prospektů, uvádění údajů ve formě odkazu, zveřejňování prospektů a šíření inzerátů. Toto nařízení je v členských státech včetně České republiky přímo aplikovatelné.

Cílem směrnice 2003/71/ES bylo mj. zdokonalit, aktualizovat a sloučit do jediného textu dřívější nejednotnou úpravu veřejné nabídky cenných papírů, resp. povinnosti související s vyhotovením prospektu. Dřívější úprava byla obsažena ve Směrnici Rady 80/390/EHS ze dne 17. března 1980 o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektů cenných papírů, které mají být uveřejněny pro

přijetí cenných papírů ke kotování na burze cenných papírů, a směrnici 89/298/EHS ze dne 17. dubna 1989 o koordinaci požadavků na sestavení, kontrolu a šíření prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce převoditelných cenných papírů. Ani jeden z těchto předpisů však neumožňoval uznávání prospektů v jiných členských státech.

Směrnice 2003/71/ES rovněž poprvé zakotvila jednotnou definici veřejné nabídky, čímž reagovala na jeden z prvních závěrů Výboru moudrých pro regulaci evropských trhů s cennými papíry (Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets), který tento nedostatek kritizoval již ve své první zprávě ze dne 9. listopadu 2000, přičemž dle jeho názoru důsledkem toho bylo, že stejná operace byla v některých státech považována za soukromou investici a v jiných nikoli. Tehdejší systém tak odrazoval podniky od získávání kapitálu na úrovni Společenství a tím od skutečného přístupu k velkému, likvidnímu a integrovanému finančnímu trhu.⁹⁹

Dne 24. listopadu 2010 byla přijata směrnice Evropského parlamentu a Rady č. 2010/73/EU, kterou se mění směrnice 2003/71/ES o prospektu, který má být zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a směrnice 2004/109/ES o harmonizaci požadavků na průhlednost týkajících se informací o emitentech, jejichž cenné papíry jsou přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Tato směrnice reagovala na některé návrhy změn na upřesnění směrnice č. 2003/71/ES a stanovila některé další výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt cenného papíru, zjednodušila nabízení cenných papírů zaměstnancům nebo např. stanovila možnost použít při sekundárním prodeji původní prospekt emitenta, pokud tento k tomu dal souhlas¹⁰⁰. Tyto změny musejí být do právních řádů členských států promítnuty k 1. červenci 2012. V následujícím textu se však vychází ze stavu k 30. květnu 2011, nicméně vždy s krátkým poukazem na předpokládanou změnu dle směrnice 2010/73/EU, pokud má daná úprava doznat změn.

3.1.2 Prameny českého práva

⁹⁹*Ec.europa.eu* [online]. 2001 [cit. 2011-03-11]. FINAL REPORT OF THE COMMITTEE OF WISE MEN ON THE REGULATION OF EUROPEAN SECURITIES MARKETS. Dostupné z WWW: <http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_en.pdf>.

¹⁰⁰ Blíže k některým změnám např. Elsen, R. J.; Jäger, L.: Revision der Prospekttrichtlinie – Überblick wesentlicher Neuerungen. BKR : Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht. Bd. 10. H. 3. München: Beck 2010. s. 97 – 101.

Posuzujeme-li pojem veřejné nabídky z užšího pohledu, tedy ve smyslu veřejné nabídky investičních cenných papírů, je základním pramenem zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu. Zde jsou upravena všechna pravidla vztahující se k veřejné nabídce investičních cenných papírů. Z hlediska účelu jde o stěžejní pramen, neboť právě u investičních cenných papírů je riziko investorů největší a tím pádem je i zapotřebí jejich zvýšené ochrany. Veřejná nabídka cenných papírů je v ZPKT upravena zejména v §§ 34 až 36l. Dalšími významnými ustanoveními jsou pak především §§ 2 a 3 ZPKT vymezujícími některé pojmy s veřejnou nabídkou související.

Specifické povinnosti v souvislosti s veřejnou nabídkou akcií nebo podílových listů fondu kolektivního investování obsahuje § 80 zákona č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování. Vzhledem k tomu, že oba zde zmíněné instrumenty jsou zároveň investičními cennými papíry (viz k tomu blíže kapitola 2.2.4 této práce), jde o speciální předpis k ZOKT a rozšíření ochrany investorů o některé další povinnosti osob činících veřejnou nabídku akcií nebo podílových listů fondu kolektivního investování uvedené v ZKI. Těmto povinnostem se blíže věnuje kapitola **Chyba! Nenalezen zdroj odkazů.** této práce).

Pojem veřejné nabídky obsahuje rovněž zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, a to v §§ 163 a 164 v souvislosti se založením akciové společnosti sukcesivním způsobem.

V souladu s § 199 odst. 2 ZPKT vydává Česká národní banka vyhlášky k provedení některých ustanovení ZPKT¹⁰¹. Dle výslovného zmocnění v tomto odstavci však ČNB nevydává vyhlášku týkající se přímo ustanovení o veřejné nabídce investičních cenných papírů (tedy §§ 34 až 36l ZPKT). Některé vyhlášky však nepřímo povinnosti související s veřejnou nabídkou dle ZPKT ovlivňují. Jedná se např. o vyhlášku Komise pro cenné papíry č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení; o vyhlášku ČNB č. 234/2009 Sb., o ochraně proti zneužívání trhu a transparentci; nebo vyhláška ČNB č. 303/2010 Sb., o podrobnější úpravě některých pravidel při poskytování investičních služeb.

¹⁰¹ Resp. do 31.3.2006 byla tato pravomoc dána Komisi pro cenné papíry, která zanikla k tomuto dni podle zákona č. 57/2006 Sb., o změně zákonů v souvislosti se sjednocením dohledu nad finančním trhem.

Vzhledem k neexistující publikované české judikatuře ve věcech veřejné nabídky cenných papírů hrají významnou úlohu stanoviska ČNB k některým otázkám problematiky veřejné nabídky ve formě shrnutí všech odpovědí na dotazy pokládané ČNB různými subjekty působícími na kapitálovém trhu.¹⁰²

3.2 Pojem veřejné nabídky

České právo definuje veřejnou nabídkou v § 34 ZPKT jako „jakékoli sdělení širšímu okruhu osob obsahující informace o nabízených investičních cenných papírech a podmínkách pro jejich nabytí, které jsou dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry.“

Výklad jednotlivých pojmů obsažených v této definici bude předmětem tohoto bodu práce. Jasně vymezení některých pojmů totiž hraje významnou roli pro emitenty a osoby, které činí veřejnou nabídku, neboť jejich výklad může rozhodnout o tom, zda je nutné dodržet povinnosti pro uskutečnění veřejné nabídky či nikoliv. Jednou z těchto nejasností je např. pojem „širší okruh osob“.

Od obecného pojmu veřejné nabídky cenných papírů je třeba odlišovat její subkategorii jako je veřejná nabídka cenných papírů označených českou legislativou jakožto cenné papíry investiční. Veřejná nabídka cenných papírů, které nespádají pod pojem investičního cenného papíru ve smyslu ZPKT nepodléhá pravidlům ZPKT a není českým právem z hlediska ochrany investorů přímo regulována.

V českém právním řádu je z hlediska kapitálového trhu stěžejní vymezení veřejné nabídky v ZPKT. Úprava v tomto zákoně obsažená se vztahuje na veřejnou nabídku tzv. investičních cenných papírů, přičemž definice veřejné nabídky investičních cenných papírů a úprava povinností s ní souvisejících vychází ze směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/71/ES ze dne 4. listopadu 2003 o prospektu, který má být

¹⁰² *Česká národní banka* [online]. 2010 [cit. 2011-03-13]. Odpovědi na dotazy - veřejná nabídka a prospekt cenného papíru. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/dohled_financni_trh/legislativni_zakladna/emise_evidence_cp_nabidky_prevzeti_vytesneni/odpovedi_verejna_nabidka_prospekt.html.

zveřejněn při veřejné nabídce nebo přijetí cenných papírů k obchodování, a o změně směrnice 2001/34/ES.

Obchodní zákoník upravuje veřejnou nabídku v souvislosti se sukcesivním založením akciové společnosti. Úprava tohoto způsobu založení akciové společnosti je obsažena v §§ 163 a násl. ObchZ. Tímto způsobem založení akciové společnosti se základní kapitál získává vklady budoucích akcionářů z řad veřejnosti, tedy osob odlišných od samotných zakladatelů. Právně se nejedná o veřejnou nabídku odlišnou od veřejné nabídky upravené v ZPKT, jde pouze o její speciální případ a navazuje na ni.¹⁰³ Štenglová dále uvádí, že veřejná nabídka je veřejným návrhem smlouvy ve smyslu ustanovení §§ 276 ObchZ, přičemž u veřejné nabídky akcií při sukcesivním založení je upravena řada odchylek.¹⁰⁴ Tento závěr je třeba vztáhnout samozřejmě pouze k veřejné nabídce při založení akciové společnosti sukcesivní metodou. Obecně nelze totiž dovodit, že by veřejná nabídka musela být vždy přímo návrhem smlouvy ve smyslu obecného civilního práva. Shodně rovněž např. německá teorie¹⁰⁵, která je rozebrána podrobněji níže v kapitole 4.2.2.1 této práce. Pojem veřejné nabídky totiž nutně nevyžaduje, aby byla nabídka natolik určitá a konkrétní, že by osoba, vůči níž směřuje, mohla nabídku pouhou akceptací přijmout, čímž by došlo ihned k uzavření smlouvy.

Z hlediska definice je třeba blíže popsat definiční znaky veřejné nabídky. Těmi jsou (i) sdělení, (ii) širší okruh osob a (iii) dostatečné informace umožňující učinění rozhodnutí o nabytí či úpisu. Nicméně ještě před popisem jednotlivých definičních znaků je třeba se věnovat samotnému pojmu veřejné nabídky, resp. pouze nabídky, neboť prvek veřejnosti je obsažen v definičních znacích uvedených výše pod (i) a (ii).

3.2.1 Nabídka

¹⁰³ ŠTENGLOVÁ, Ivanka; PLÍVA, Stanislav; TOMSA, Miloš. Obchodní zákoník: Komentář. 12. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-055-3.s. 522.

¹⁰⁴ *Ibid*

¹⁰⁵ Např. HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 80.

Pojem nabídka v kontextu ZPKT nemůže být vykládán jakožto oferta ve smyslu § 43a ObčZ, tedy jakožto projev vůle směřující k uzavření smlouvy, označovaný legislativní zkratkou jako „návrh“. Pojem nabídky v kontextu veřejné nabídky cenných papírů je pojmem mnohem širším, přičemž není vyloučeno, aby zahrnoval rovněž právě konkrétní nabídku, která bude návrhem ve smyslu výše uvedeného ustanovení ObčZ. Z textu definice veřejné nabídky v ZPKT vyplývá, že jednání nabízející osoby má být pouze „dostatečné k tomu, aby investor učinil rozhodnutí koupit nebo upsat tyto investiční cenné papíry“.¹⁰⁶ Přitom „rozhodnutí koupit“ může znamenat i situaci, kdy teprve po svém rozhodnutí ke koupi investor učiní vůči emitentovi nebo nabízející osobě návrh ve smyslu ObčZ. Jiná situace bude v případě upsání cenného papíru, kdy lze rozlišovat dvě situace. První je veřejná nabídka, kdy emitent nebo osoba činící nabídku pouze poskytne některé informace, které jsou již schopny přimět investora k upsání akcií. Může jít třeba o reklamní sdělení obsahující odkaz na místo, kde lze úpis provést, pokud jsou informace dostatečné, tedy obsahují identifikaci cenných papírů a např. alespoň v obecných rysech podmínky úpisu. Poté by se nejednalo o veřejnou nabídku cenného papíru, která by byla zároveň návrhem ve smyslu ObčZ. Druhým případem může být situace, kdy je učiněno sdělení již přímým umožněním učinění úpisu, např. předložením při prezentaci veškerých listin, které může investor ihned podepsat a cenné papíry tak upsat. Tímto způsobem učiněná veřejná nabídka cenného papíru je zároveň návrhem ve smyslu ObčZ a investor svým úkonem návrh pouze akceptuje.

Je tedy nerozhodné, zda je nabídka schopna být přímo přijata, aby došlo k uzavření smlouvy, či musí první úkon učinit až investor. Pod pojem veřejné nabídky pak budou spadat i takové nabídky, kdy jde o cenné papíry, které ještě neexistují (sukcesivní založení nebo nabídka před tím, než došlo ke zvýšení základního kapitálu), ovšem pouze tehdy, pokud nakonec k jejich emisi dojde. Dále nabídky s odkládací podmínkou, jejíž splnění není na vůli investora nebo nabídka na uzavření smlouvy o

¹⁰⁶ Shodně definice v čl. 2 odst. 1 směrnice č. 2003/71/ES o prospektu: „so as to enable an investor to decide to purchase or subscribe to these securities“.

smlouvě budoucí, z níž vyplývá přímá povinnost investora uzavřít smlouvu o investičním cenném papíru.¹⁰⁷

Nabídka však musí být takového charakteru, kdy existuje reálná možnost nabytí daného cenného papíru. Jakékoliv sdělení, které by se mohlo obsahově veřejné nabídce blížit však nebude veřejnou nabídkou ve smyslu ZPKT, pokud investor nemůže daný cenný papír fakticky bezprostředně nabýt. Není tedy dostačující nepřímé vzbuzení zájmu investora koupit cenný papír vážící se k dané nabídce. Tak tomu bude například u reklamních sdělení ohledně samotného emitenta či jeho výrobků nebo marketingové akce pro podporu dobrého jména emitenta, ale i šíření prospektu cenného papíru (v obecném smyslu, tedy informací o daném cenném papíru), aniž by existovala možnost daný cenný papír koupit. Německá teorie uvádí v této kategorii rovněž uzavření smlouvy, jejímž předmětem je pozdější nabytí cenného papíru, kdy účinnost a realizace této následné smlouvy ovšem závisí na dalších faktorech, přičemž investor není v dané chvíli při podpisu této primární smlouvy přímo k nabytí cenného papíru zavázán.¹⁰⁸ To bude případ různých opčních programů. Přitom se zde vychází opět z účelu celé úpravy veřejné nabídky, kdy není nutné v okamžiku uzavření první a nezávazné smlouvy, investora chránit v takové intenzitě, aby mu musel být dán k dispozici prospekt nabízeného cenného papíru. To ovšem nevylučuje situaci, že v okamžiku, kdy bude moci své právo realizovat a cenný papír nabýt, bude již zapotřebí prospekt vyhotovit (samozřejmě za předpokladu splnění ostatních definičních znaků veřejné nabídky).

3.2.2 Sdělení

Sdělení je třeba považovat za komunikaci směrem od osoby činící nabídku vůči širšímu okruhu osob, a to za použití jakéhokoliv způsobu komunikace. Použit může být jakýkoliv způsob prezentace, tedy tisk, rozhlas, televize nebo třeba osobní přednáška v rámci konference. V souladu se stanoviskem ČNB ze dne 30. prosince 2010¹⁰⁹ je

¹⁰⁷ BERRAR, Carsten. Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO . Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7. s. 50.

¹⁰⁸ BERRAR, Carsten. Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO . Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7. s. 55.

¹⁰⁹ Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2011-04-18]. Definice veřejné nabídky cenných papírů. Dostupné z WWW:

myslitelné i kombinované sdělení, kdy v posuzovaném případě dle rozhodnutí KCP//2003¹¹⁰ byla učiněna nabídka, jejíž jednotlivé projevy byly činěny na několika internetových stránkách a některé podstatné informace byly sdělovány pouze telefonicky. Sdělení může být učiněno rovněž osobně a individuálně, přičemž není nutné, aby sdělení bylo učiněno vůči všem osobám zároveň a s naprosto shodným obsahem. Sdělením tak budou i nabídky činěné např. formou podomního prodeje či individuálním oslovováním klientů např. banky nebo obchodníka s cennými papíry.

Sdělením pak může být i reklama, ze které nemusí být na první pohled zřejmé, že se váže k danému cennému papíru (např. pouze obrazové vyjádření čehokoliv, co může vzbudit zájem investora), pokud zároveň bude obsahovat odkaz na jiný zdroj, kde je možné získat jinou formou bližší informace (např. telefonem, na internetových stránkách atp.).

3.2.3 Širší okruh osob

Výklad tohoto definičního znaku souvisí se samotným pojmem „veřejnosti“ nabídky. Nabídka, aby byla veřejná, musí být učiněna vůči neurčitému počtu lidí, resp. musí být dostupná neurčitému počtu lidí. Je třeba vycházet z účelu celé úpravy, kterým je ochrana investorů. Lze tedy odlišovat vedle veřejné nabídky nabídku soukromou (private placement), která je cílena pouze na konkrétní osoby mající většinou vůči osobě činící nabídku nějaký bližší vztah a vazby. Samotné vymezení počtu osob, vůči nimž nabídka směřuje, není pro posouzení subsumpce daného jednání pod pojem veřejné nabídky rozhodující. Tomu napovídá i text směrnice č. 2003/71/ES o prospektu (článek 3 odst. 2) a § 35 odst. 2 ZPKT, který stanoví výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt mj. na základě počtu osob, vůči nimž nabídka směřuje (konkrétně dle § 35 odst. 2 písm. b) ZPKT jde o nabídku určenou omezenému okruhu osob, který v žádném členském státu Evropské unie nedosahuje počtu 100, nepočítaje v to kvalifikované investory). Tyto výjimky však jasně předpokládají, že i při počtu investorů nižších než 100 se stále jedná o veřejnou nabídku. V opačném případě by totiž zakotvení výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt nebylo zapotřebí, neboť pokud by se

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/Definice_veřejne_nabidky_cennych_papiru.pdf>.

¹¹⁰ Uveřejněné ve Věstníku Komise pro cenné papíry č. 3/2003

nejednalo o veřejnou nabídku, povinnost uveřejnit prospekt by neexistovala. Lze tak uzavřít, že pojem širší okruh osob nelze vymezit konkrétním počtem těchto osob a tento počet může být i relativně nízký. V této souvislosti je třeba dodat, že dřívější česká úprava veřejné nabídky obsažená v § 78d odst. 1 ZCP ve znění do 1. května 2004 upravovala přístup k tomuto problému naprosto opačně, když bylo výslovně stanoveno, že o veřejnou nabídku se nejedná, pokud adresáty nabídky jsou výhradně institucionální investoři, obchodníci s cennými papíry nebo pouze omezený okruh osob nepřesahující 100. Tato dřívější úprava veřejné nabídky však vycházela z opačné koncepce než současná evropská harmonizovaná úprava, kdy je pojem veřejné nabídky ponechán širšímu výkladu a je více flexibilní, ovšem závislý na výkladu teorie a judikatury.

Souvisejícím problémem se zabýval Pihera v souvislosti s vymezením hranice mezi soukromou a veřejnou nabídkou.¹¹¹ Tyto závěry však s ohledem na výše uvedené nelze právě na nalezení této hranice použít, ovšem některé myšlenky jsou samozřejmě i nadále použitelné na určení výjimky dle § 35 odst. 2 ZPKT. Především jde o otázku, jak určit hranici 100 osob v některých nejasných situacích, neboť určení okruhu osob, kterým je nabídka činěna, nemusí vždy nutně souhlasit přímo s počtem osob, kterým je nabídka přímo sdělována. Pihera zde nabízí možnost použití výkladu podle pravidla americké SEC č. 501 (1), dle kterého se do počtu oslovených osob nezahrnují příbuzní, kteří mají společné bydliště s osloveným zájemcem, právnické osoby, které jsou jím ovládány, a profesionální investoři. Z logiky věci dále vyplývá, že za oslovené osoby nelze považovat ani ty osoby, kterým oslovení zájemci umožnili seznámit se s nabídkou, a že právnické osoby se považují za jediný oslovený subjekt. Pihera však upozorňuje na to, že z hlediska osoby činící nabídku je třeba brát v úvahu i její subjektivní informovanost o tom, na kolik osob může nabídka v konečném důsledku cílit.

3.2.4 Dostatečné informace

Podle stanoviska ČNB aby bylo možné učinit rozhodnutí o nabytí (o koupi nebo upsání) nabízeného investičního cenného papíru, musí nabídka obsahovat alespoň identifikaci

¹¹¹ PIHERA, Vlastimil. Veřejné nabídky cenných papírů. Právní rozhledy. 2003, 5/2003, s. 220.

cenného papíru, uvedení emitenta a cenu.¹¹² Podle ČNB lze totiž předpokládat, že již tento rozsah informací bude pro investora dostatečný pro učinění investičního rozhodnutí, přičemž za identifikaci cenného papíru je možné považovat i jen obecné označení druhu cenného papíru (např. akcie). Materiální podmínky veřejné nabídky pak budou podle ČNB splněny též v případě, pokud zmíněné údaje budou definovány nepřímo (např. způsob konstrukce ceny), nebo uvedeny odkazem (např. na internetové stránky, kde jsou uvedeny další informace).

3.2.5 Reklama a veřejná nabídka

Jak uvádí Pihera¹¹³, reklama a veřejná nabídka nestojí ve vzájemné kontrapozici a navzájem se nevylučují. Naopak, většina veřejných nabídek bude mít povahu reklamy. Ovšem reklama jako taková nemusí obsahově odpovídat požadavku na poskytnutí dostatečných informací k možnosti učinit rozhodnutí o nabídce. Obecná reklama ohledně emitenta nebo i ohledně cenného papíru či budoucích emisí tak nebude ještě veřejnou nabídkou ve smyslu ZPKT.

3.3 Osoba činící nabídku

Otázka identifikace osoby činící nabídku hraje roli zejména v případě odpovědnosti dle ZPKT za splnění jednotlivých uložených povinností a rovněž za případné porušení ustanovení ZPKT. Přitom sám ZPKT v § 35 odst. 1 uvádí, že veřejně nabízet cenné papíry může jen osoba, která nejpozději na počátku veřejné nabídky uveřejní prospekt cenného papíru schválený ČNB. Tato úprava však není úplně v duchu směrnice č. 2003/71/ES o prospektu, konkrétně jejím článkem 3 odst. 1, podle kterého nemají členské státy dovolit jakoukoliv nabídku cenných papírů učiněnou veřejně, aniž by byl před tím uveřejněn prospekt.¹¹⁴ Český zákonodárce svou verzí úpravy totiž způsobil situaci, kdy samotné veřejné nabízení může činit pouze jeden subjekt, a to ten, který uveřejní prospekt. Přitom v praxi může být nabídka činěna více subjekty na celém

¹¹² Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2011-04-18]. Definice veřejné nabídky cenných papírů. Dostupné z WWW:

<http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/Definice_veřejne_nabidky_cennych_papiru.pdf>.

¹¹³ PIHERA, Vlastimil. Veřejné nabídky cenných papírů. Právní rozhledy. 2003, 5/2003, s. 220.

¹¹⁴ Member States shall not allow any offer of securities to be made to the public within their territories without prior publication of a prospectus.

procesu zainteresovanými. Je pak otázkou, pokud například emitent uveřejní prospekt, ale cenné papíry budou dále nabízeny přes třetí osoby, např. obchodníky s cennými papíry, zda tyto osoby neporušují ZPKT nebo zda mají povinnost prospekt rovněž uveřejnit. Přikláněl bych se spíše k poslední jmenovanému řešení, kdy by tyto třetí subjekty nabízející cenné papíry pro jistotu rovněž také uveřejnily prospekt cenného papíru, vyhotovený emitentem. Nicméně z definice veřejné nabídky je zřejmé, že osobami, které činí nabídku, mohou být i subjekty, které budou asi stěží prospekt uveřejňovat. Takovými osobami mohou být rovněž i různé public relations nebo mediální agentury, které mohou přímo nabídku činit, nebo i někteří investiční zprostředkovatelé. Vzhledem k tomu, že zákon jasně odděluje pojem veřejné nabídky a prospekt, je zřejmé, že veřejná nabídka je pojmem mnohem širším a může být realizována i jinak než pouze vyhotovením a zveřejněním prospektu. Nicméně znění § 35 odst. 1 ZPKT absurdně zakazuje činit veřejnou nabídku osobám, které prospekt neuveřejnily. Je otázka, jak by se pak řešila případná deliktní odpovědnost těchto osob. Dle mého názoru by se v takovém případě muselo vycházet především z účelu celého zákona a úpravy veřejné nabídky (a to z výkladu komunitárního), kdy smyslem je zajistit dostatečnou informovanost investora a ochránit jeho investici. Pokud tedy třetí osoba investorovi prospekt řádně předala nebo mu umožnila jej získat, ačkoliv poté činila veřejnou nabídku a zjevně nebyla osobou, která prospekt uveřejnila ve smyslu § 35 odst. 1 ZPKT, by neměla být odpovědná za takovéto jednání a nemělo by být dovozeno porušení ZPKT.

Další otázkou související s osobou činící veřejnou nabídku je odpovědnost za obsah prospektu. Tato problematika je upravena v § 36b ZPKT, podle kterého za správnost a úplnost údajů uvedených v prospektu odpovídá osoba, která prospekt vyhotovila, a ručitel, pokud je uveden v prospektu a zaručil se za správnost údajů. Otázku může vyvolat, zda a jak bude odpovědná za obsah prospektu osoba, která prospekt vyhotovila, neboť měla zájem činit veřejnou nabídku, ovšem jde o osobu odlišnou od emitenta. Tak tomu může být např. v situaci, kdy byly cenné papíry emitenta uvedeny mezi veřejnost mimo povinnosti veřejné nabídky, přičemž některý z jejich majitelů je chce následně prodat. V tomto případě se nejedná o následný prodej ve smyslu § 35 odst. 4 ZPKT, neboť tyto cenné papíry nebyly dříve předmětem nabídky dle ZPKT. Ovšem takováto

osoba zamýšlející veřejnou nabídku nemá dostatek možností k zajištění všech relevantních informací nutných pro vyhotovení prospektu. Zákon tento problém neřeší, a i když je problém popisován německou teorií, ani zde není jasné uzavřeno, jak k dané situaci přistupovat. Předně by se osoba hodlající učinit veřejnou nabídku tímto způsobem měla pokusit o součinnost ze strany emitenta. Další možností je rovněž spolupracovat s emitentem na vypracování prospektu, kdy se nabízí pozice emitenta jakožto ručitele. V ostatních případech, kdy emitent nehodlá poskytnout součinnost, je však postavení osoby zamýšlející veřejnou nabídku složité, neboť se nemusí dostat ke všem relevantním údajům. Na tom však nic nemění to, že bude stále dle § 36b ZPKT za obsah prospektu odpovídat.

Co se týče sekundárního nabízení, vyplývá z § 35 odst. 4 ZPKT jasné, že v takovém případě se jedná o novou veřejnou nabídku, přičemž se na ni vztahují veškeré povinnosti stanovené v ZPKT. Je však třeba odlišovat situace, kdy dochází k veřejnému nabízení na základě jedné veřejné nabídky po delší dobu. V takovém případě se veřejná nabídka uskutečňuje na základě jediného prospektu cenného papíru. Dojde-li však po schválení prospektu a před ukončením veřejné nabídky k podstatné změně v některé skutečnosti uvedené v prospektu, musí osoba dle § 36j ZPKT, která vyhotovila prospekt cenného papíru, předložit ČNB ke schválení dodatek prospektu. Nicméně platnost prospektu je i v takovém případě omezena na 12 měsíců, a to dle § 36i odst. 1 ZPKT.

3.4 Prospekt podle ZPKT

Prospekt cenného papíru je stěžejním dokumentem celé veřejné nabídky. Jedná se o dokument, který obsahuje pro investory veškeré základní a potřebné údaje o emitentovi a o nabízeném cenném papíru. Především díky tomuto dokumentu má mít investor možnost racionálně posoudit svou investici a její rizika či výhody. To je hlavním důvodem, proč je obsah prospektu právními předpisy podrobně vymezen.

3.4.1 Účel prospektu

Prospekt je dokumentem a pojmem, který lze při srovnání s úpravami v jiných právních řádech, považovat dokonce za důležitější pojem než samotný pojem veřejné nabídky. Například německá teorie byla vybudována právě na teorii prospektu, a to již

v druhé polovině 19. Století. Přitom koncept veřejné nabídky byl rozvíjen až mnohem později, když základem se stala úprava americká. I ta však již upravovala a i před přijetím Securities Act v roce 1933 znala pojem prospektu cenného papíru. Z pohledu historického výkladu lze říci, že primárním účelem prospektu je poskytnout investorovi dostatek informací o nabízeném cenném papíru, vyjmenovat jak fakta ohledně emitenta, jeho ekonomické situace případně ohledně samotného cenného papíru, tak rovněž upozornit na rizika a úskalí dané investice. Primárním účelem je tedy zajištění informovanosti.

Teprve až později se začíná jako primární účel prospektu více prosazovat ochrana investora. Samotná německá teorie prospektu se začala vyvíjet právě jako reakce na četné krachy na kapitálovém trhu, ovšem až teprve pozdější jasné vymezení náležitostí prospektu a následné vymezení pojmu veřejné nabídky udělalo z prospektu cenného papíru více dokument sloužící primárně k ochraně drobných a menších investorů. O tom svědčí i výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt zakotvené v § 35 ZPKT, kdy je zřejmé, že prospektové ochrany se nedostává mj. kvalifikovaným investorům.

Oba dva základní účely prospektu se však vzájemně doplňují a prolínají. Přitom účel ochrany investorů (a hlavně investorů méně kvalifikovaných) je účelem celé úpravy prospektového práva neboli práva veřejné nabídky. Je tedy i velmi dobrým korektivem a návodem pro výklad četných ustanovení a nejasných bodů, kterých je více než dost.

3.4.2 Obsah prospektu

Ustanovení § 36 odst. 1 ZPKT obecně vymezuje obsah prospektu tak, že musí obsahovat veškeré údaje, které jsou vzhledem ke konkrétní povaze emitenta a cenných papírů, které jsou veřejně nabízeny, nezbytné pro investory k zasvěcenému posouzení nabízeného cenného papíru a práv s ním spojených, majetku a závazků, finanční situace, zisku a ztrát, budoucího vývoje podnikání a finanční situace emitenta a případně třetí osoby zaručující se za splacení cenných papírů. Prospekt musí být formulován srozumitelně, způsobem umožňujícím snadnou analýzu.

Požadavek v poslední větě předešlého odstavce je opětovně vyjádřením hlavního účelu prospektu a úpravy veřejné nabídky cenných papírů. Účelem prospektu totiž není podat zevrubnou odbornou, ekonomickou či finanční analýzu nabízeného cenného papíru, ale představit cenný papír průměrnému investorovi takovou formou, která mu umožní učinit na základě předložených informací zodpovědné investiční rozhodnutí. Jazyk prospektu tedy musí být jednoduchý a pokud možno neodborný.

Obsah prospektu musí být v každém případě přesný a pravdivý, a nikoliv zavádějící. Tento požadavek se týká jak faktických údajů, tak obecných prohlášení nebo prognóz, které samozřejmě nemohou být přesné a nemusí odpovídat budoucímu vývoji, ovšem měly by vycházet z jasných a přesných podkladů a být jakožto prognózy výslovně označeny. Obsah prospektu nesmí být ani klamavý. Tím se rozumí takové sdělení, které ačkoliv není nepravdivé či nepřesné, v kontextu působí pozitivně a je schopno investora přesvědčit o učinění investice, ačkoliv při bližší a detailnější analýze by investor takového rozhodnutí neučinil.

Prospekt může být podle § 36 odst. 7 vyhotovený jako jednotný dokument nebo jako složený ze samostatných dokumentů. Prospekt složený ze samostatných dokumentů se dělí na registrační dokument, doklad o cenném papíru a shrnutí prospektu. Registrační dokument obsahuje údaje týkající se emitenta. Doklad o cenném papíru obsahuje údaje o cenném papíru, který je veřejně nabízen nebo má být přijat k obchodování na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie. Obsah shrnutí prospektu vymezuje § 36 odst. 6 ZPKT a obecně zákon stanoví, že shrnutí obsahuje srozumitelně formulované stručné základní charakteristiky a rizika emitenta cenného papíru a případného ručitele.

Prospekt ve formě prospektu složeného z více dokumentů má význam vyhotovovat v takových případech, kdy jeden emitent hodlá učinit více veřejných nabídek. Poté může jednotlivé nabídky činit na základě pouhého vypracování dokumentu týkajícího se konkrétního nabízeného cenného papíru a jeho shrnutí, přičemž na registrační dokument emitenta pouze odkáže. Možnost odkazu na jiné

dokumenty uveřejněné a schválené ČNB pak upravuje § 36 odst. 4 ZPKT, přičemž musí jít vždy o odkaz na nejaktuálnější dokumenty, které musí být veřejně přístupné po celou dobu uveřejnění prospektu. Podle § 36i odst. 4 ZPKT je takto schválený a uveřejněný dokument platný po dobu nejvýše 12 měsíců.

Pokud je prospekt vyhotovován a schvalován ČNB pro účely veřejné nabídky v České republice nebo přijetí k obchodování na regulovaném trhu, musí být vyhotoven v českém jazyce. Podle § 36g odst. 6 ZPKT, může však ČNB na žádost a při posouzení konkrétních okolností povolit, aby byl prospekt vyhotoven pouze v anglickém jazyce, je-li to v zájmu investorů. Shrnutí prospektu však musí být vyhotoveno vždy v českém jazyce.

V případech, kdy se schvaluje prospekt pro účely veřejné nabídky i mimo Českou republiku, musí být prospekt podle okolností vyhotoven rovněž v jiných jazycích, přičemž zákon dává vždy alternativně na výběr možnost vyhotovit prospekt v anglickém jazyce.

3.4.3 Základní prospekt

V některých případech ZPKT umožňuje u dluhových cenných papírů jednodušší verzi prospektu ve formě tzv. základního prospektu. Na rozdíl od prospektu v plném rozsahu není třeba uvádět konečné podmínky vztahující se k jednotlivým emisím cenného papíru. Tato výjimka vychází z faktu, že se musí vždy jednat o nabízení dluhových cenných papírů v rámci nabídkového programu nebo že jde o dluhové cenné papíry nabízené průběžně či opakovaně. Konečné podmínky však musejí být v každém případě uveřejněny a v souladu s § 36d oznámeny ČNB nejpozději na počátku veřejné nabídky. Vyhotovení základního prospektu tak přichází v úvahu pouze v případě procesu schvalování prospektu v řízení před ČNB. Údaje v něm chybějící musí být do počátku veřejné nabídky doplněny, a to rovněž pouhým stanovením maximální ceny. Vůči investorům tak základní prospekt použít nelze, což koneckonců vyplývá i z obecného vymezení veřejné nabídky, kterým se rozumí sdělení takových informací, které jsou způsobilé přimět investora k učinění investičního rozhodnutí. Dle výkladu ČNB, stanovisek CESRu i např. německé právní teorie takovýmito informacemi musí

být vždy nabízená cena, způsob jejího určení nebo rámec, ve kterém se cena bude pohybovat. Pokud by tedy došlo k uveřejnění základního prospektu bez těchto údajů, nemohlo by se jednat o veřejnou nabídku (samozřejmě, pokud by nebylo možno tyto chybějící údaje dovodit z jiných prohlášení emitenta či jiných osob tak, aby v komplexu naplnily všechny definiční znaky veřejné nabídky).

3.4.4 Výjimka z povinností související s veřejnou nabídkou a z povinnosti uveřejnit prospekt

Ustanovení § 34 odst. 3 ZPKT stanoví výjimky, kdy osoby činící veřejnou nabídku nejsou povinny u specifikovaných instrumentů plnit povinnosti s veřejnou nabídkou související. Jednání související s nabízením těchto papírů jsou tedy přímo zákonem považovány za veřejnou nabídku nicméně s ohledem na charakter instrumentů a objem nabízené investice není nutné opatření na ochranu investorů aplikovat.

Výjimky stanovené v § 34 odst. 3 písm. a) až d) ZPKT jsou postavené na osobě emitenta, resp. osobě stojící za emitentem či za veřejnou nabídkou. Jedná se tak o cenné papíry emitované členskými státy EU či nižšími územně samosprávnými celky, národními bankami či mezinárodními organizacemi. Dále cenné papíry zaručené některými z těchto specifických subjektů a rovněž cenné papíry emitované neziskovou organizací k získání prostředků potřebných k dosažení jejího neziskového účelu.

Výjimky uvedené v § 34 odst. 3 písm. e) a f) ZPKT zahrnují specifické dluhové cenné papíry emitované bankami, institucemi elektronických peněz, spořitelními nebo úvěrovými družstvy. V případě výjimky dle písm. f) je mimo jiné stanoven rovněž limit celkové prodejní ceny nebo emisního kurzu, který musí být nižší než částka odpovídající 50.000.000,- EUR, a to za cenné papíry nabízené v průběhu 12 měsíců.

Co se týče přepočtu hodnoty protiplnění na Kč, vydala Česká národní banka k tomuto problému stanovisko, podle kterého se použije pro výpočet kurz devizového trhu vyhlášený ČNB a pravidelně uveřejňovaný na jejich internetových stránkách. Přitom je nutné dodržet zákonem stanové podmínky pro výjimku po celou dobu trvání veřejné nabídky. ČNB zároveň doporučuje, aby byly parametry nabídky nastaveny tak,

aby nemohlo dojít k poklesu pod stanovenou mez po celou dobu trvání veřejné nabídky. Tato pravidla se pak výslovně dle výkladového stanoviska aplikují rovněž na výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt podle § 35 odst. 2 písm. c) a d) ZPKT.¹¹⁵

Výjimky podle písm. e) a f) jsou rovněž jako výjimky v písm. a) až d) založeny na specifických vlastnostech cenného papíru jako takového, ať již z důvodů existujících na straně emitenta nebo i z důvodů daných vlastnostmi nabízeného cenného papíru. Další výjimka dle písm. g) je již postavená na celkovém objemu emise, resp. nabízených cenných papírů v průběhu 12 měsíců, přičemž nehraje roli povaha cenného papíru ani emitenta, ale fakt, že celková hodnota protiplnění za nabízené cenné papíry nepřesáhne částku 200.000,- EUR. Je otázkou, nakolik lze použít výše uvedené přepočtové stanovisko ČNB v tomto případě. Asi lze stěží požadovat po emitentovi, aby musel nutně nastavovat parametry nabídky tak, aby z důvodů kurzových rozdílů v jejím průběhu nevznikla dodatečně povinnost postupovat podle ZPKT, jak se uvádí v citovaném stanovisku ČNB. Vhodnější by bylo vázat okamžik přepočtu např. na první den učinění veřejné nabídky.

Poslední dvě výjimky jsou velmi specifické. První z nich dle písm. h) se vztahuje k nezastupitelným kapitálovým podílům, jejichž hlavním účelem je zajistit držiteli právo obývat byt nebo jinou nemovitost, přičemž tyto podíly lze prodat pouze spolu s tímto právem. Jedná se spíše o záležitost anglosaského práva, poněvadž české právo takovéto podíly nezná. Navíc obdobná výjimka byla dovozena rovněž americkou SEC v případě *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*¹¹⁶. Poslední podmínka je specifická a týká se dluhopisů emitovaných opakovaně úvěrovými institucemi ve Švédském království.

¹¹⁵ ČNB. Přepočet částky v eurech pro účely aplikace některých výjimek při veřejné nabídce cenných papírů. Dostupné na WWW: *Česká národní banka* [online]. 2010 [cit. 2011-04-18]. Přepočet částky v eurech pro účely aplikace některých výjimek při veřejné nabídce cenných papírů. . Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/Prepocet_castky_v_eurech_pro_uce_ly_aplikace_nekterych_vyjimek_pri_veřejne_nabídce_cennych_papiru.pdf>.

¹¹⁶ *US Supreme Court Center* [online]. 2010 [cit. 2010-06-01]. U.S. Supreme Court *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975). Dostupné z WWW: <<http://supreme.justia.com/us/421/837/case.html>>.

V praxi je velmi podstatným ustanovením, především pro osoby činící veřejnou nabídku, § 35 odst. 2 a 3 ZPKT. Zde jsou vymezeny případy, kdy není třeba uveřejňovat prospekt. Podřazení konkrétního případu pod toto ustanovení tak znamená ušetření podstatných nákladů.

Výjimky dle § 35 ZPKT jsou odvozeny pouze z parametrů a charakteru konkrétní veřejné nabídky. Roli tak zde na rozdíl od výjimek dle § 34 ZPKT nehrají ani vlastnosti konkrétních nabízených cenných papírů ani osoba emitenta. V § 35 ZPKT jsou upraveny dvě skupiny výjimek. Dle odst. 2 se jedná o výjimky podle tipů adresátů nabídky a v případě odst. 3 jde o výjimky na základě specifických okolností nabídky.

První skupina výjimek podle § 35 ZPKT zahrnuje nabídky určené kvalifikovaným investorům, popř. malému počtu investorů, nebo jde o investici většího charakteru, tedy převyšující u jednoho investora nebo u jednoho nabízeného cenného papíru částku 50.000,- EUR.¹¹⁷ S výjimkou nabídky určené menšímu počtu investorů, kde je účelem spíše ekonomičnost, vycházejí ostatní výjimky z premisy, že charakter takové nabídky předpokládá, že osoba, která nabídku přijme, je dostatečně erudovaná nebo má dostatečné prostředky k tomu, aby si náležitě nechala rizika z dané investice posoudit odborníky. Ochrana formou prospektu tak není v těchto případech nutná. Nelze ani vyloučit, že v těchto případech dochází k individuálním jednáním mezi investory a emitenty či osobami činícími nabídku, investor tedy získá dostatek přímých informací touto cestou.

Výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt podle § 35 odst. 3 ZPKT cílí na specifické okolnosti nabídky, jako je např. fúze, vydávání zaměstnaneckých akci nebo nabídka převzetí výměnou za jiné cenné papíry. Kromě poslední výjimky dle písm. e) mají všechny výjimky společné to, že emitent či osoba činící nabídku musí ČNB doručit dokument, který obsahuje údaje rovnocenné údajům v prospektu. Zákon pak obsahuje fikci schválení tohoto dokumentu, tedy pokud ČNB neodešle emitentovi do 15 dnů od dne doručení dokumentu příslušné rozhodnutí, platí, že údaje považuje za rovnocenné

¹¹⁷ Na základě směrnice č. 2010/73/EU má být od 1.7.2012 tento limit zvýšen na 100.000,- EUR.

v dokumentu. Z tohoto vyplývá, že předmětem zkoumání ČNB v tomto případě je pouze fakt, zda jsou údaje rovnocenné prospektu.

Výjimka dle písm. e) se vztahuje na případy akcií vydávaných výměnou za jiné již vydané akcie stejného druhu, pokud tím nedochází ke zvýšení základního kapitálu.

Podstatným ustanovením, které odlišuje výjimky dle § 35 od výjimek podle § 34, je § 35 odst. 4, podle kterého následný prodej cenných papírů, které byly předmětem nabídky dle výjimek podle odstavce 2, se považuje za samostatnou nabídku. Přičemž pokud při této následné nabídce se jedná o veřejnou nabídku, pak tato nabídka již podléhá povinnosti uveřejnit prospekt, pokud ZPKT nestanoví jinak. Tato povinnost by samozřejmě dle mého názoru nebyla dána zejména tehdy, pokud by následná veřejná nabídka či spíše její parametry znovu spadly pod výjimky stanovené v 35 odst. 2 ZPKT. Tak tomu bude např. u private placement, kdy v rámci kaskádových investorských struktur může docházet k postupnému prodeji cenných papírů dalším investorům, ovšem každá další nabídka je znovu považována za private placement, tedy logicky nepřesáhne počet 100 osob nebo jde o nabídku výlučně kvalifikovaným investorům.

3.5 Průběh veřejné nabídky

Veřejná nabídka a vypracování, schválení a uveřejnění prospektu je formalizovaný proces, při kterém je zapotřebí dodržet velmi podrobné zákonné požadavky. Veřejná nabídka dle své definice začíná až uveřejněním prospektu, resp. přesněji řečeno učiněním veřejné nabídky. Z textu zákona je patrné, že může dojít k situaci, kdy je prospekt uveřejněn, aniž by šlo o veřejnou nabídku. Konkrétně § 35 odst. 1 ZPKT, který předpokládá pojmově dvě situace, a to veřejné nabízení a uveřejnění prospektu. Z obecné definice veřejné nabídky je pak zřejmé (viz k tomu výše), že není-li dána reálná možnost k nabytí cenného papíru, nemůže jít o veřejnou nabídku. Právě v této situaci by mohlo dojít k tomu, že bude uveřejněn prospekt, ovšem nebude umožněno daný cenný papír nabýt. Pak nejde o veřejnou nabídku.

Proces veřejné nabídky tedy začíná jejím učiněním, ovšem z hlediska právního je podstatná i fáze před samotným učiněním veřejné nabídky, především v případech, kdy

je dána povinnost uveřejnit prospekt. Po učinění veřejné nabídky pak samozřejmě z hlediska ZPKT celý proces nekončí, neboť povinnosti emitenta či osoby činící nabídku trvají po celou dobu, kdy je veřejná nabídka aktivní. Nicméně se vztahují převážně na situace, kdy veřejná nabídka podléhá povinnosti uveřejnění prospektu (vyhotovit dodatek k prospektu, povinnosti ohledně propagačních sdělení atp.).

3.5.1 Schvalování

Prospekt cenného papíru schvaluje ČNB na žádost osoby, která prospekt vyhotovila. Schvalovat lze prospekt cenného papíru emitenta se sídlem v České republice nebo v členském státě Evropské unie či mimo ni, pokud je Česká republika prvním členským státem EU, kde mají být cenné papíry veřejně nabízeny nebo přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Dále ČNB schvaluje prospekt dluhového cenného papíru vydaného emitentem se sídlem v jiném členském státě EU nebo mimo ni, pokud o schválení požádá osoba, která prospekt vyhotovila a tento cenný papír byl nebo má být v České republice přijat k obchodování na regulovaném trhu nebo veřejně nabízen a zároveň tento dluhový cenný papír má jmenovitou hodnotu nebo cenu za 1 kus rovnající se alespoň částce 1.000,- EUR nebo opravňuje k získání převoditelných cenných papírů nebo k získání částky v hotovosti, kdy emitent tohoto dluhového cenného papíru není zároveň emitentem nebo součástí stejné skupiny jako emitent podkladových cenných papírů.

Česká národní banka rozhodne o žádosti do 10 pracovních dnů ode dne doručení žádosti, pokud je zároveň přiloženými doklady prokázáno, že emitent cenného papíru uvedeného v prospektu má už cenné papíry přijaté k obchodování na regulovaném trhu nebo už veřejně cenné papíry nabízel. V opačném případě se lhůta prodlužuje na 20 pracovních dnů. Pokud ČNB požádá o doplnění prospektu nebo údajů, začíná lhůta plynout až od dodání těchto dodatečných podkladů či informací.

ZPKT neobsahuje fikci pozitivního rozhodnutí ČNB, pokud nedojde ke schválení prospektu v zákonné lhůtě. Nicméně v případě, že prospekt obsahuje veškeré náležitosti dle ZPKT, vzniká právní nárok na schválení prospektu, a to podle § 36c odst. 8 ZPKT. V případě prospektu cenného papíru vydaného emitentem se sídlem ve

státě, který není členským státem EU, má ČNB pouze možnost, nikoliv povinnost prospekt schválit (§ 36c odst. 9 ZPKT).

Součástí schvalovaného prospektu nemusí být podle § 36d ZPKT konečná cena a počet nabízených cenných papírů, pokud tyto údaje ke dni schvalování prospektu nejsou známy. V takovém případě však musí být součástí prospektu alespoň maximální cena nebo způsob jejího určení resp. kritéria a podmínky jejího určení a zároveň musí být dána možnost odvolat přijetí koupě nebo upisování cenných papírů nejméně dva pracovní dny po uveřejnění konečné ceny a počtu cenných papírů, které budou veřejně nabídnuty. Nicméně i konečná cena a počet cenných papírů musí být ČNB oznámen.

Obsah prospektu může být po souhlasu ČNB zúžen podle § 36e ZPKT, pokud v zúženém prospektu zůstanou veškeré náležitosti podstatné pro účely veřejné nabídky a její posouzení, dále pro posouzení majetkové a finanční osoby všech zainteresovaných osob (emitent, osoba nabízející cenný papír, ručitel). Zúžený prospekt pak nemusí obsahovat údaje, jejichž zveřejnění by bylo v rozporu s veřejným zájmem nebo by tím mohlo dojít k významnému poškození emitenta, ovšem za podmínky, že tímto neuveřejněním nebude veřejnost uvedena v omyl ohledně skutečností podstatných pro posouzení cenných papírů a práv s nimi spojených, jeho emitenta, ručitele nebo předkladatele nabídky.

3.5.2 Uveřejnění

Prospekt je nutné uveřejnit bezodkladně po jeho schválení alespoň jedním ze způsobů uvedených v § 36h odst. 1, přičemž z praktického hlediska je nejvhodnější uveřejnění způsobem umožňujícím dálkový přístup na internetových stránkách emitenta nebo osoby, která požádala o přijetí cenného papíru bez souhlasu emitenta, a zároveň na internetových stránkách obchodníka s cennými papíry, pokud cenný papír umisťuje nebo prodává.¹¹⁸ Zákon mimo to nabízí rovněž uveřejnění formou úplného znění v jednom celostátně distribuovaném deníku a současně i dálkovým přístupem nebo formou brožury a současně dálkovým přístupem. Lze však předpokládat, že především

¹¹⁸ Podle nové úpravy na základě směrnice č. 2010/73/EU bude od 1.7.2012 dostačující zveřejnění alternativně buďto na stránkách emitenta nebo na stránkách obchodníka s cennými papíry.

způsob uveřejnění v úplném znění v celostátně distribuovaném deníku nebude častým případem. Osoby činící nabídku nebo emitent zvolí ve většině případů pro uveřejnění formu dálkového přístupu. Poté však musejí rovněž na požádání investorovi bezplatně doručit listinnou kopii prospektu. Při uveřejnění dálkovým přístupem musí být dále zajištěno, aby daná internetová adresa byla přístupná prostřednictvím sítě internet a obsah byl bezplatný, prospekt měl formu datového souboru vhodnou ke stažení v běžně používaném formátu (což bude patrně nejčastěji používaný pdf formát) a prospekt byl tímto způsobem dostupný nepřetržitě po dobu 5 let v případě přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu nebo po dobu 12 měsíců v případě obvyklé veřejné nabídky cenných papírů.

Zákon předepisuje pro účely veřejné nabídky povinnost uveřejnit prospekt v českém nebo anglickém jazyce, avšak shrnutí musí být vždy v českém jazyce. Toto ustanovení má praktický význam tehdy, pokud byl prospekt schvalován orgánem dohledu jiného členského státu EU a byl schválen a tedy i vypracován pouze v anglickém znění (event. zároveň v jiném jazyce kromě češtiny) a v České republice dochází k veřejné nabídce pouze na základě osvědčení ČNB podle § 36f ZPKT.

3.5.3 Platnost prospektu

Vzhledem k tomu, že veřejná nabídka může trvat i delší dobu, umožňuje ZPKT pro účely jedné veřejné nabídky používat stejný prospekt. S ohledem na účel zákona je však doba platnosti omezena na 12 měsíců od prvního uveřejnění¹¹⁹, aby údaje v prospektu obsažené nebyly již neaktuální a neposkytovaly tak dostatečně věrný obraz o nabízeném cenném papíru.

Nicméně i po dobu platnosti prospektu a trvání veřejné nabídky je nutné prospekt aktualizovat event. doplnit, pokud před ukončením veřejné nabídky dojde k podstatné změně v některé skutečnosti uvedené v prospektu nebo pokud je zjištěno, že některý údaj je podstatně nepřesný. Investor, který před uveřejněním dodatku prospektu souhlasil s koupí nebo upsáním cenných papírů, je oprávněn ve lhůtě dvou pracovních dnů po uveřejnění dodatku od koupě nebo upsání odstoupit (§ 36j odst. 3 ZPKT). Je

¹¹⁹ Podle směrnice č. 2010/73/EU se bude nově tato lhůta počítat od dne schválení prospektu.

však otázkou, zda toto právo odstoupit má i osoba, která již cenné papíry nabyla. Z textu zákona lze však dovodit, že tomu tak není, neboť se zde mluví o tom, kdo souhlasil s koupí nebo upsáním, což implikuje situaci, kdy ještě ke koupi či upsání nedošlo, tedy investor se nestal majitelem daného cenného papíru. Investor, který se již majitelem cenného papíru stal, ačkoliv následně došlo k uveřejnění dodatku, může uplatňovat svá práva pouze na základě ustanovení o odpovědnosti osob odpovídajících za obsah prospektu podle § 36b ZPKT.

3.6 Odpovědnost při veřejné nabídce

Ochrana investorů je zajištěna rovněž jasným vymezením odpovědných osob za údaje uvedené v prospektu a při porušení povinností při veřejné nabídce. Tato témata jsou rovněž důležitá z hlediska osoby veřejnou nabídku činící.

Za správnost a úplnost údajů uvedených v prospektu odpovídá primárně osoba, která prospekt vyhotovila. Dále se za obsah prospektu může zaručit třetí osoba jako ručitel. Aby ke vzniku ručení mohlo dojít, musí být tato skutečnost v prospektu výslovně uvedena. Pokud vyhotovilo prospekt více osob společně, odpovídá za obsah prospektu každá z těchto osob. Ačkoliv to zákon neuvádí, lze dovodit, že tyto osoby odpovídají společně a nerozdílně. Podle § 36b ZPKTZ musejí být v prospektu uvedeny údaje o osobách odpovědných za správné vyhotovení prospektu a jejich prohlášení, že podle jejich nejlepšího vědomí jsou údaje obsažené v prospektu správné a že v něm nebyly zamlčeny žádné skutečnosti, které by mohly změnit význam prospektu.

Zákon dále upravuje rovněž odpovědnost za správnost údajů uvedených ve shrnutí prospektu. Ve shrnutí přitom musí být srozumitelně formulované stručné základní charakteristiky a rizika emitenta cenného papíru a případného ručitele. Shrnutí musí navíc podle § 36 odst. 5 ZPKT obsahovat ustanovení, že jde o úvod k prospektu a že rozhodnutí investovat do cenných papírů by mělo být založeno na tom, že investor zváží prospekt jako celek. Z tohoto poté vychází rovněž speciální omezení odpovědnosti za shrnutí, kdy odpovědná osoba, kterou se rozumí stejné osoby, které jsou odpovědné za celý prospekt, odpovídá pouze v případě, že je shrnutí prospektu zavádějící nebo nepřesné při společném výkladu s ostatními částmi prospektu.

Odpovědnost za obsah prospektu není konstruována jako subjektivní, neboť není dána možnost zbavení se odpovědnosti při prokázání, že daná osoba nesprávnost či neúplnost nezavinila. Lze tedy dovodit, že odpovědnost za správnost a úplnost prospektu bude odpovědností objektivní, a to bez možnosti liberace, neboť zde zákon možnost vyvinění se neumožňuje. Ačkoliv tento závěr není v zákoně přímo vyjádřen, lze jej dovodit dle mého názoru rovněž z účelu celé úpravy pravidel veřejné nabídky a prospektového práva, kterým je přísná ochrana investorů a povinnost transparentnosti na straně emitenta a osob činících veřejnou nabídku cenných papírů.

Otázky odpovědnosti mohou mít zásadnější důsledky v případě, kdy veřejnou nabídku činí osoba odlišná od emitenta a zvláště pokud se jedná o osobu, která s emitentem přímo nespolupracuje. To může být příklad sekundárního prodeje cenných papírů, kdy u jejich primárního prodeje o veřejnou nabídku nešlo nebo o situaci, kdy jsou nabízeny nově na trhu cenné papíry zahraničního emitenta, které ještě na místním trhu nabízeny nebyly, a to subjektem, který cenné papíry pouze v zahraničí nabyt a zde je prodává dále. Tyto osoby jsou však pro učinění veřejné nabídky povinny vyhotovit prospekt cenného papíru a nechat jej schválit ze strany ČNB. Žádné výjimky na ně vztahovat nelze, proto musí v prospektu uvést veškeré informace požadované ZPKT a nařízením Komise (ES) č. 809/2004, tyto informace musejí být úplné a poskytovat věrný obraz o nabízeném cenném a papíru a emitentovi. Je však zřejmé, že takováto osoba nemusí a ani nemůže mít možnost získat dostatečné informace, které by poskytly věrný a úplný obraz o investičním cenném papíru. To se týká zejména informací ohledně budoucího vývoje a plánů emitenta. V takovém případě se nelze spolehnout ani na ČNB, která v rámci procesu schvalování prospektu nezkoumá pravdivost a úplnost informací obsažených v prospektu. V praxi v takovémto případě nezbyvá než kontaktovat emitenta nabízeného cenného papíru a spolupracovat s ním. V opačném případě se osoby činící veřejnou nabídku a vyhotovující prospekt daného cenného papíru vystavují velkému riziku za případné negativní dopady neúplného a nepřesného prospektu.¹²⁰

¹²⁰ Podle směrnice č. 2010/73/EU má být od 1.7.2012 výslovně umožněno, že osoby činící nabídku v rámci sekundárního prodeje mohou použít původní prospekt vypracovaný emitentem, pokud s tímto emitent vysloví souhlas. K tomuto souhlasu může však emitent připojit i určité podmínky.

3.7 Specifické případy

Některá jednání mohou mít z hlediska definice veřejné nabídky spornou povahu. Tato kapitola by se měla zabývat některými z nich a vymezením, zda je lze pod pojem veřejná nabídka podřadit či nikoliv. A pokud ano, zda je u nich možné aplikovat výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt.

3.7.1 Private placement

Soukromá nabídka neboli private placement či Privatplatzierung je negativním vymezením veřejné nabídky, kdy dochází k nabídce investičních cenných papírů investorům, avšak tento okruh investorů nelze považovat za neohraničené a obecné publikum. Jak již výše uvedeno při výkladu definičního znaku veřejné nabídky „širší publikum“, kritériem nemůže být pouze počet osob, vůči nimž nabídka směřuje. Kritériem obdobně nemůže být ani subjektivní povaha investorů, vůči nimž je nabídka činěna. Není tedy podstatné, že se jedná o kvalifikované investory či investory bez dostatečných znalostí.

Vycházíme-li z pojmu veřejnosti nabídky, není ani podstatné, že některá nabídka je formálně označena jakožto nabídka pouze soukromá, např. v rámci marketingové akce, kde by byly cenné papíry nabízeny, avšak účast na této akci by byla formálně „privátní“. Rozhodující je totiž objektivní možnost veřejnosti zúčastnit se takovéto akce a ne skutečnost, že až následně dojde k její kvalifikaci za akci soukromou, kam veřejnost nemá přístup. Obdobně je rovněž třeba posuzovat nabídky činěné pomocí internetu, kdy obsah nabídek je přístupný pouze zaregistrovaným uživatelům, ačkoliv možnost registrovat má nebo do jistého okamžiku měl každý.

Soukromá neboli privátní nabídka musí vycházet z povahy vztahu osoby činící nabídku a osoby, vůči níž nabídka směřuje. Rozhodujícím faktorem tak je kvalitativní obsah vztahu a subjektivní kvality investorů či kvantitativní vymezení oslovených investorů. Při vymezení této výjimky z definice veřejné nabídky je třeba předně

vycházet ze smyslu a účelu ZPKT a směrnice č. 2003/71/ES o prospektu. Tím je bezesporu ochrana investorů a zajištění poskytnutí všech relevantních informací pro učinění jejich investičního rozhodnutí. V případě, že je nabídka činěna tak, že by splnění tohoto účelu bylo potřebné, je nutné nabídku označit za veřejnou. Pokud je však nabídka činěna takovým způsobem a vůči takovým osobám, které mají vůči emitentovi nebo osobě činící nabídku natolik úzký vztah, který jim zaručuje dostatečnou informovanost či důvěru ohledně nabízených cenných papírů, lze takovou nabídku označit za privátní. Mohlo by se tak jednat o případ, kdy bude investiční cenný papír nabízen vyššímu managementu emitenta, jehož členové se aktivně na správě společnosti podílejí, nebo pokud bude nabídka činěna blízkým rodinným příslušníkům vlastníka emitenta, kteří jsou dostatečně o činnosti emitenta obeznámeni nebo jejichž vztah k emitentovi je i fakticky takového rázu, že mu mohou plně důvěřovat. Nicméně privátní nabídka není vyloučena ani tehdy, pokud osoby emitenta bezprostředně neznají, pokud dojde například k individuálnímu nabízení jasně vymezenému investorovi.¹²¹

Početní vymezení obsahuje rovněž americká úprava, když za privátní nabídku je považována nabídka učiněná méně jak 35 osobám, a to dle pravidla americké SEC č. 506, nicméně jak uvádí Pihera¹²², toto pravidlo má význam pouze ve vztahu k aplikační praxi SEC a není tedy vyloučeno, aby za soukromou nabídku byla považována nabídka i vyššímu počtu osob, pokud to odůvodní konkrétní okolnosti případu.

¹²¹ BERRAR, Carsten. Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO . Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7. s. 59.

¹²² PIHERA, Vlastimil. Veřejné nabídky cenných papírů. Právní rozhledy. 2003, 5/2003, s. 220.

3.7.2 Nabídka cenných papírů zaměstnanců v rámci benefičních programů

Odůvodnění směrnice č. 2010//73/EU měnící směrnici č. 2004/71/ES mimo jiné uvádí, že zapojení zaměstnanců v Unii je obzvláště důležité u malých a středních podniků, v nichž se jednotliví zaměstnanci mohou významnou měrou podílet na úspěchu dané společnosti. Toto obecně platí i pro větší podniky, přičemž pro ty je již v dnešní době dle současného právního stavu (§ 35 odst. 3 písm. g) ZPKT) možné uplatňovat výjimku z povinnosti vyhotovit prospekt, ovšem za podmínky, že akcie emitenta jsou již přijaty k obchodování na regulovaném trhu se sídlem v členském státě Evropské unie.

Různé konstrukce zapojení zaměstnanců do vlastnické struktury podniku a podílení se na jejím zisku však mohou působit a v minulosti způsobovaly výkladové problémy z hlediska definice veřejné nabídky i z hlediska povinnosti vyhotovit prospekt. Předně může jít o nabízení cenných papírů osobám, které lze považovat za osoby blízké emitentovi a dostatečně informované o podniku. Poté by se nemuselo jednat o veřejnou nabídku, ale o private placement. V případě, kdy dochází k veřejnému nabízení většímu počtu zaměstnanců, lze poté uplatňovat limity maximálního počtu osob, vůči kterým nabídka směřuje, z hlediska nutnosti uveřejňovat prospekt cenného papíru. V takovém případě ani nevzniká pochybnost o tom, zda cílený počet adresátů nabídky nemůže být rozšířen nepřímo na jiné osoby, které by se přes osoby, jímž je nabídka přímo adresována, mohly o nabídce také dozvědět. Tyto jiné osoby by totiž nebyly tak jako tak oprávněny cenné papíry nabýt, neboť by nebyly zaměstnanci.

Dalším problémem může být povaha práva, které je zaměstnanci nabízeno. Je otázkou, zda v každém případě musí být nabízené právo cenným papírem, resp. investičním cenným papírem. To může být příklad některého typu opcí, které jsou ovšem formulované tak, že nespádají pod pojem cenného papíru samozřejmě za předpokladu, že nabídka by byla omezena pouze na zaměstnance, neboť toto právo samotné není obchodovatelné. Koneckonců extenzivně tento výklad vztahuje ČNB

rovněž přímo na opce nabízené zaměstnancům, pokud jde o opce nepřevoditelné.¹²³ ČNB přitom vychází z definice investičního cenného papíru, která předpokládá „obchodovatelnost“ nabízeného instrumentu. To zde splněno není. Ovšem podle ČNB tento obecný závěr neznamena, že při nabídce nepřevoditelných opcí zaměstnancům nebudou nikdy splněny znaky veřejné nabídky investičních cenných papírů. Zejména v případě stanovení příliš krátké opční periody, v rámci které dochází k realizaci opce (např. několik málo měsíců), by mohla být taková nabídka opcí posouzena jako součást jediné finanční transakce, která veřejnou nabídku představuje. Pravidlům veřejné nabídky se nelze vyhnout tím, že budou veřejně nabízeny nepřevoditelné opce, které ale mohou být v krátké době uplatněny. ČNB v minulosti posoudila lhůtu v délce 3 měsíců, po kterou bylo možné uplatnit (realizovat) právo k nabytí podkladových cenných papírů, jako příliš krátkou a vyžadovala uveřejnění prospektu.

Co se týče bezúplatné nabídky cenných papírů zaměstnancům, ČNB se k tomuto tématu vyjádřila ve svém stanovisku, podle kterého, pokud jde skutečně o bezúplatnou nabídku investičních cenných papírů zaměstnancům, kde zaměstnanci ani nemají možnost odmítnout nabízené cenné papíry (jsou jim bezúplatně přiděleny zaměstnavatelem), nejde o veřejnou nabídku a není nutné uveřejňovat prospekt. Zaměstnanci nečiní žádné investiční rozhodnutí, proto nelze hovořit o veřejné nabídce.¹²⁴

Podle směrnice 2010/73/EU by se výjimka z povinnosti vyhotovovat prospekt měla nově vztahovat i na emitenty, jejichž cenné papíry nejsou obchodovány na regulovaném trhu. Povinnost vyhotovovat a aktualizovat informační dokument však zůstane zachována a bude se vztahovat i na tyto emitenty.

¹²³ Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2011-04-18]. Nabídka nepřevoditelných opcí zaměstnancům. . Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/Nabidka_neprevoditelných_opcí_za_mestnancum.pdf>.

¹²⁴ Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 2011-04-18]. Bezúplatná nabídka cenných papírů zaměstnancům. . Dostupné z WWW: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/faq/faq_kt/Bezuplatna_nabidka_cenných_papir_u_zamestnancum.pdf>.

3.8 Veřejná nabídka při sukcesivním založení akciové společnosti

V případě akcií je třeba rozlišovat veřejnou nabídku při založení společnosti, kdy je zapotřebí aplikovat mimo ZPKT rovněž některé speciální požadavky ObchZ a dále veřejnou nabídku akcií v ostatních případech.

Sukcesivní založení akciové společnosti může vyvolat otázku v souvislosti s § 163 odst. 2 ObchZ, podle kterého je v tomto případě založení akciové společnosti podmínkou schválení prospektu cenného papíru Českou národní bankou. S ohledem na výjimkou zakotvenou v § 34 odst. 3 písm. g) ZPKT, podle které se ustanovení ZPKT o veřejné nabídce a o prospektu cenného papíru nevztahují na cenné papíry, jejichž celková hodnota protiplnění nepřesáhne částku odpovídající 200.000 EUR nabízené v průběhu 12 měsíců. Tento případ může v případě sukcesivního založení akciové společnosti nastat, neboť sice podle § 162 odst. 3 ObchZ základní kapitál společnosti založené s veřejnou nabídkou akcií musí činit alespoň 20.000.000,- Kč (což je více jak 200.000,- EUR), což ovšem nevylučuje situaci, kdy veřejně budou nabízeny pouze akcie za hodnotu nižší, než je 200.000,- EUR a zbývající část bude upsána zakladateli. Poté by mohlo dojít k aplikaci výjimky podle § 34 odst. 3 písm. g) ZPKT, nicméně je otázkou, zda není § 163 odst. 2 ObchZ ustanovením speciálním a tedy podmínka schválení prospektu musí být splněna vždy bez ohledu na výjimky upravené v ZPKT.

Literatura ani dosavadní judikatura tento problém neřeší. Dle mého názoru je třeba považovat úpravu veřejné nabídky v ZPKT za úpravu obecnou. Úprava veřejné nabídky při založení akciové společnosti dle § 163 a násl. ObchZ je poté úpravou k ZPKT speciální. Ze znění § 163 odst. 2 ObchZ lze dovodit kategorický příkaz schválení prospektu cenného papíru Českou národní bankou, přičemž na tomto místě není žádná výjimka stanovena. Pokud by bylo v případě sukcesivního založení akciové společnosti nutné nechat prospekt schválit Českou národní bankou, nemohla by ani být namítána její nepřislusnost, neboť pro případy uvedené v § 34 odst. 3 písm. g) ZPKT je v následujícím odstavci stanovena možnost emitenta vyhotovit a schválit prospekt podle ZPKT rovněž dobrovolně. Česká národní banka je tedy oprávněna i v tomto případě prospekt schválit. Navíc by bylo možno argumentovat účelem ustanovení § 163 odst. 2 ObchZ, kterým je přísnější ochrana budoucích akcionářů u této formy založení akciové

společnosti a u této speciální formy veřejné nabídky. Dále je třeba vzít v úvahu, že formulace této výjimky ZPKT je taková, že v žádném případě nevylučuje zde vymezené případy z obecné definice veřejné nabídky. Není zde totiž řečeno, že tyto případy by snad nebyly veřejnou nabídkou, ale pouze se stanovuje, že se neaplikují ustanovení tohoto zákona o veřejné nabídce a o prospektu. Odpovídá-li tedy nabídka cenných papírů učiněná v souvislosti se sukcesivním založením akciové společnosti obsahově definičním znakům pojmu „veřejná nabídka“, není důvod, proč by nemělo být záměrem v tomto konkrétním případě v rámci českého práva výjimku vymezenou primárně ve směrnici č. 2003/71/ES o prospektu, neaplikovat. Navíc český zákonodárce již zpřísněním výjimky pro aplikaci ustanovení o výjimce dle v § 34 odst. 3 písm. g) ZPKT šel nad rámec požadavku směrnice č. 2003/71/ES o prospektu, když snížil výjimku z předpokládaných 2.500.000 EUR na pouhých 200.000,- EUR (viz článek 1 odst. 2 písm. h) směrnice č. 2003/71/ES o prospektu). Tím spíše lze předpokládat, že v konkrétním případě dle ObchZ byla záměrem ještě větší přísnost z pohledu povinnosti vyhotovit prospekt cenného papíru.

Z praktického hlediska je však třeba dodat, že pokud by takovýto případ měl v praxi nastat, půjde tedy o nabídku cenných papírů za protihodnotu méně než cca. 5.000.000,- Kč a v takovém případě by nutnost dodržení povinností dle ZPKT mohla být s ohledem na výši celé transakce pro emitenta zbytečně nákladná. Na druhé straně nelze příliš předpokládat, že by se některý emitent rozhodl k veřejné nabídce, pokud by nabízené akcie byly pouze za protihodnotu ve výši nepřesahující cca. 5.000.000,- Kč, neboť v tomto případě by se jistě veřejná nabídka nemusela vyplatit. Spíše by fakticky došlo nebo mohlo dojít k aplikaci některé z výjimek z povinnosti uveřejnit prospekt podle § 35 odst. 2 ZPKT.

Je třeba dodat, že např. z komentáře k ObchZ by bylo možno dovodit opak, když se zde ovšem bez jakékoliv souvislosti u § 163 ObchZ výjimka podle § 34 odst. 3 písm. g) ZPKT uvádí. Výslovný závěr, zda se aplikuje či nikoliv, zde však chybí.¹²⁵

¹²⁵ ŠTENGLOVÁ, Ivanka; PLÍVA, Stanislav; TOMSA, Miloš. Obchodní zákoník: Komentář. 12. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-055-3.s. 522.

3.9 Primární emise cenných papírů (IPO)

Téma primární emise cenných papírů je specifickým případem veřejné nabídky cenných papírů. Obsahově jde o nabídku, která plně podléhá regulaci ZPKT. Nicméně se lze setkat s některými specifiky, která primární emise uvádí. Jednomu z nich se věnuje Pihera¹²⁶, konkrétně posouzení postupu emitenta, resp. osob činících nabídku v situaci, kdy dochází v první fázi pouze k jakémusi testování trhu, co se týče možné prodejnosti a ceny daného cenného papíru. Již v této fázi dochází k vypracování předběžného prospektu, tedy dokumentu představujícího v budoucnu nabízený cenný papír. Takovýto prospekt však není schválen orgánem dohledu. Podle Pihery není tato problematika dostatečně upravena a emitenti nemají tedy dostatečnou právní jistotu ohledně toho, zda jejich jednání neporušuje povinnosti stanovené v ZPKT. Doporučuje pak výslovnou úpravu dle vzoru pravidla americké SEC č. 135.

Dle mého názoru je však možné vycházet zde z obecné definice veřejné nabídky, která vyžaduje, aby investor mohl na základě poskytnutých informací cenný papír reálně nabýt. Pokud je tedy nabízen cenný papír, přičemž výsledkem této nabídky nemůže být smlouva o koupi či upsání tohoto cenného papíru, nejedná se o veřejnou nabídku. Rovněž dle výkladového stanoviska ČNB je zapotřebí, aby obsahem nabídky byly informace dostatečné k nabytí cenného papíru. Těmi má být mj. i cena, což zjevně u takového testovacího prospektu bude v některých případech chybět. Je však třeba zdůraznit, že pokud by záměrem a cílem emitenta nebo osoby, která takovýto prospekt vydává, bylo vzbudit poptávku po daném cenném papíru, mohlo by se jednat o veřejnou nabídku. Emitent by si proto měl důkladně zajistit především informovanost subjektu, kterému bude tento předběžný prospekt předkládán, o tom, za jakým účelem je prospekt vyhotoven a měl by zajistit, aby se tento prospekt nedostal k širšímu publiku, kterému není určen.

¹²⁶ PIHERA, Vlastimil. Veřejné nabídky cenných papírů. Právní rozhledy. 2003, 5/2003, s. 220.

Obdobně rovněž německá teorie dovozuje, že zveřejnění prospektu bez uvedení alespoň cenového rozpětí není z důvodu absence dostatečných podmínek nabídky, veřejnou nabídkou cenných papírů.¹²⁷

3.10 Veřejný návrh smlouvy o koupi či směně cenného papíru dle zákona o nabídkách převzetí

Nabídku převzetí nelze bez dalšího považovat za veřejnou nabídku cenných papírů ve smyslu zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Nicméně v případě extenzivního pojetí pojmu veřejná nabídka lze spatřit některé podobné body. Hlavním z nich je znovu ochrana a zájem investorů, tentokrát na opačném konci celého procesu investice, tedy při prodeji cenného papíru ve specifickém případě, kdy je činěna nabídka převzetí. I v této situaci je investor (akcionář) chráněn některými instituty zakotvenými v zákoně o nabídkách převzetí.

Formulace německé definice veřejné nabídky v § 2 č. 4 WpPG jasně dle Holzborna napovídá tomu, že nabídkou se rozumí výhradně sdělení ohledně koupě nebo úpisu cenného papíru, čímž je zřejmé, že jde o veřejně učiněné nabídky k prodeji ze strany oslovených osob. Nemůže se tedy jednat o nabídky na koupi cenného papíru, tedy kdy osoba činící nabídku by cenný papír měla v úmyslu koupit.¹²⁸

Obdobný závěr je třeba dovodit i ohledně veřejného návrhu na koupi nebo směnu účastnických cenných papírů dle § 183a ObchZ, která je navíc specifickým případem výše popsaného veřejného návrhu dle zákona o nabídkách převzetí. Pod pojem veřejné nabídky by mohl být tento institut zařazen pouze při jeho extenzivním pojetí. Důvodem je znovu především naprosto odlišný účel těchto institutů od veřejné nabídky cenných papírů, a tedy i odlišné nástroje, mechanismy a výklad jednotlivých ustanovení.

¹²⁷ BERRAR, Carsten. Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO . Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7. s. 53.

¹²⁸ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 80.

4. Zahraniční úprava veřejné nabídky cenných papírů

Jedním z cílů práce je pokusit se nastínit možnosti změn či nových výkladů některých ustanovení v našem prostředí, a to na základě zkušeností a praxe týkající se veřejné nabídky dle jiných jurisdikcí.

4.1 Úprava veřejné nabídky v USA

Proces nabídky označovaný rovněž jako registrační proces (registration) je upravený v článku 5 Securities Act z roku 1933. Samotný zákon a literatura¹²⁹ jej dělí do tří fází:

- přeregistrační fáze (prefiling period);
- období po registraci ale před účinností registrace (waiting period); a
- období po účinnosti registrace (posteffective).

Článek 5 odst. 1.2 písm. (c) Securities Act z roku 1933 stanoví, že dokud není účinné registrační prohlášení (registration statement), je protiprávní, pokud přímo či nepřímo jakýmkoliv prostředky přenosu nebo komunikace v obchodu nebo formou pošty nabízí k prodeji či ke koupi při použití jakéhokoli média zachycující prospektové informace či jakkoliv jinak cenný papír (security), ačkoliv ještě nebyla podána žádost o jeho registraci, nebo pokud byla žádost zamítnuta, zastavena, došlo před dnem účinnosti registračního prohlášení k řízení dle článku 8 Securities Act z roku 1933.¹³⁰

Článek 5 Securities Act z roku 1933 je zásadním ustanovením celého procesu veřejné nabídky dle amerického práva. Výše citované ustanovení obsahuje velmi široce a obecně pojatou definici jednání, které lze považovat za veřejnou nabídku. Vzhledem k bohaté rozhodovací činnosti americké Securities and Exchange Commission a rovněž

¹²⁹ SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 34n

¹³⁰ It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, to make use of any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce or of the mails to offer to sell or offer to buy through the use or medium of any prospectus or otherwise any security, unless a registration statement has been filed as to such security, or while the registration statement is the subject of a refusal order or stop order or (prior to the effective date of the registration statement) any public proceeding or examination under section 8.

Nejvyššího soudu USA je možné většinu zde použitých pojmů velmi přesně vyložit a ohraničit.

Jednání, která jsou zakázána článkem 5 odst. 1.2 písm. (c) Securities Act z roku 1933 jsou vymezena mimo jiné způsobem přenosu nebo komunikace v mezistátním vztahu¹³¹. Zakázáno je tak jednání některým ze zde uvedených způsobů, tedy zákonem definovaným způsobem (jurisdictional means). Použitá definice je samozřejmě velmi široká, což byl jistě i záměr Kongresu jakožto zákonodárce. Navíc je třeba brát při výkladu ohled na skutečnost, že Securities Act pochází z roku 1933 a od té doby se způsoby komunikace velmi změnily. Jak bude dále blíže vysvětleno, definice je ve své obecnosti natolik geniální, že pod ní bylo možné subsumovat veškeré nové komunikační prostředky, které od přijetí Securities Act z roku 1933 byly vynalezeny.

Prvním z prostředků komunikace testovaných pro aplikaci článku 5 bylo používání telefonu k nabízení cenných papírů. Nebylo větších pochyb, že tento prostředek komunikace splní kladené požadavky. Nicméně jak uvádí Soderquist¹³², ty mohou být splněny i dalšími způsoby. Soderquist uvádí příklad, kdy president emitenta potká přítele v golfovém klubu a nabídne mu ke koupi cenný papír. Tímto postupem nedošlo k použití zákonem předpokládaných prostředků. Ale pokud si následně jeho známý zavolá telefonicky o další informace, považovala by již soudní praxe tuto ústně učiněnou nabídku na golfu za porušení Securities Act z roku 1933. Důvodem je skutečnost, že ředitel měl předpokládat, že jeho známý využije telefon k pozdějšímu získání podrobnějších informací. Právníci v praxi při emitování nových cenných papírů hledají aktivně výjimky, jak se vyhnout komplikovanému a finančně náročnému registračnímu procesu cenného papíru, nicméně dle Soderquista je velmi nebezpečné se na ně spoléhat, neboť tyto výjimky většinou fakticky pouze formálně obcházejí zákaz použití „zákonem stanovených prostředků“ ve smyslu článku 5 Securities Act z roku 1933.

¹³¹ Rozuměno v rámci Spojených států amerických – tedy mezi jednotlivými unijními státy.

¹³² SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 36

Dalším z možných výkladových problémů, které zmiňuje Soderquist, je zákaz prodeje cenných papírů dokud není registrace účinná. Výklad může způsobit totiž otázka, co je považováno za „prodej“. Fakticky lze říci, že samotný prodej je spíše problémem v období před registrací neboli „čekacím obdobím“ (waiting period). V případě přeregistrační fáze (pre-filing period) platí nicméně jasná zásada „žádné nabídky a žádné prodeje“. Pro tuto první fázi je tedy dle Soderquista primárním problémem nabízení cenných papírů, nikoliv jejich prodej.

4.1.1 Co je považováno za nabídku dle Securities Act z roku 1933

Při výkladu pojmu veřejná nabídka dle Securities Act z roku 1933 potažmo dle Securities Exchange Act z roku 1934 je třeba započít u definice obsažené v čl. 2 (a) (3) Securities Act z roku 1933 obsahující definici pojmu prodej a prodávat (sale a sell) a definici pojmu nabízet k prodeji (offer to sell). Dle tohoto ustanovení pojem „nabídka k prodeji“, „nabídka na prodej“ a „nabídka“ zahrnuje jakýkoliv úkon nebo nabídku ke zcizení (dispose of) nebo výzvu k podání nabídky (solicitation of an offer to buy) ke koupi cenného papíru nebo zisku z cenného papíru (interest in a security), a to za protihodnotu. Tato definice není uzavřená, neboť se zde hovoří o tom, co „má zahrnovat“ (shall include). Z této definice vyplývá, že i pobídka k podání nabídky na prodej je považována za nabídku ke koupi.

V této souvislosti vykládá Securities and Exchange Commission pojem „nabídka“ velmi široce a vyvinula teorii „formování trhu“ (conditioning the market)¹³³. Bylo tomu tak již v roce 1957¹³⁴. Securities and Exchange Commission dovodila, že v přeregistrační fázi není možné začít s veřejným nabízením nebo iniciovat kampaň na veřejný prodej.

¹³³ SEC Release No. 3844 z 8. října 1957

¹³⁴ SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 6. [s.l.] : Foundation Press, 2008. ISBN: 1599411555. s. 37

V roce 2005 pak Securities and Exchange Commission přijala pravidla¹³⁵, podle kterých

- v případě společností reportujících dle Securities Exchange Act z roku 1934 některé řádně publikované informace o budoucím výhledu nemusí být nabídkou,
- komunikace učiněná více než 30 dní před podáním návrhu na registraci nebude považována za nabídku, ledaže je přímo odkázáno na zamýšlenou nabídku;
- že obecně a dobře známí emitenti (well-known and seasoned) mohou učinit ústní a určité písemné nabídky kdykoliv.

Pravidlo SEC č. 3844 z roku 1957

Securities and Exchange Commission v odůvodnění uvádí, že je nezbytné, aby podnikový management, právníci, upisovatelé, obchodníci a společnosti zajišťující prodej si byli vědomi toho, že Securities Act z roku 1933 stanoví určitou odpovědnost a omezení osob, které jsou involvované v procesu prodeje cenných papírů a že úkony v rámci publicity a vztahům k veřejnosti mohou za určitých okolností způsobit porušení předpisů o cenných papírech a mohou způsobit značné potíže emitentovi a upisovatelům v souvislosti s načasováním a publikováním prodeje cenných papírů. Přitom se nejedná pouze o odpovědnost vůči Securities and Exchange Commission, ale může dojít rovněž k civilní odpovědnosti prodejce cenných papírů vůči kupujícímu. Obecně totiž není vnímáno, že publikování některých informací a prohlášení a veřejných činů provedených před samotným procesem, ačkoliv ne přímo ve formě nabídky, může de facto přispět k vytvoření veřejného mínění nebo vzbuzení veřejného zájmu o emitenta nebo jeho cenné papíry, a to tím způsobem, který vzbuzuje oprávněně otázku, zda tato publicita není součástí celého procesu prodeje.

V pravidlu č. 3844 jsou uvedeny rovněž některé demonstrativní příklady.

Společnost zajišťující primární úpis akcií pro společnost provozující těžbu minerálních nerostů rozšíří několik tisíc kopií brožury, kde jsou popisovány budoucí

¹³⁵ SEC Release No. 33-8591 z 19. července 2005, Securities Offering Reform, dostupná na WWW: <http://www.sec.gov/rules/final/33-8591.pdf>, naposledy otevřeno dne 20. března 2011.

možnosti odvětví těžby nerostů a potenciální zisky v tomto odvětví. Publikace sama neobsahuje odkaz na emitenta, nicméně obsahuje odkaz na společnost provádějící primární úpis. Zjevně byl dokument formulovaný a koncipovaný tak, aby vzbudil zájem, který bude realizován v budoucnu, až dojde k prezentování nabídky financování a nákupu cenných papírů. Zjevně se zde jedná o první krok při prodejní kampani daných cenných papírů a dle Securities and Exchange Commission jde o porušení článku 5 Securities Act z roku 1933.

Dalším uváděným příkladem je situace, kdy emitent jednal se společností zajišťující úpis akcií, které dodal informace o výsledcích emitenta za první čtvrtletí. Společnost zajišťující primární úpis akcií toto zahrnula do brožurky obsahující i jiné informace o emitentovi a jeho plánech a zaslala ji členům N.A.S.D.¹³⁶ v době, kdy ještě nebyla podána žádost o registraci emitovaného cenného papíru. Když byla žádost o registraci později podána, ukázalo se, že aktuální situace v den podání je již mnohem méně příznivá, než jak ukazovaly výsledky za první čtvrtletí zaslané společností zajišťující primární úpis. Dle Securities and Exchange Commission by v tomto případě došlo k porušení článku 5 Securities Act z roku 1933.

Poslední příklad, který považuji za nutné zmínit, řeší situaci, kdy prezident společnosti v dubnu přijal pozvání na konferenci konané následující rok v únoru. V rámci této konference měl přednášet o vlastní společnosti a o oblasti, ve které působí. Jeho proslov byl připraven v lednu a obsahoval údaje o společnosti a rovněž o oblasti, v níž působí, včetně finančních dat a prognóz vývoje do budoucna. Tyto údaje ve formě brožury měly být rozdány při prezentaci přítomným. Zároveň měly být zaslány poštou všem účastníkům předem a dále i jiným společnostem, které by mohly zajímat. Později v lednu bylo rozhodnuto o financování z veřejných zdrojů (public financing) a započaly diskuze se společností zajišťující primární úpis cenných papírů. Setkání samotné se mělo uskutečnit někdy okolo data, kdy mělo dojít k podání registrace u Securities and Exchange Commission. Otázkou bylo, zda přednesení proslovu a doručení brožury může porušit článek 5 Securities Act z roku 1933. Dle Securities and Exchange Commission je v tomto případě zřejmé, že proslov nebyl naplánován v souvislosti

¹³⁶ National Association of Securities Dealers, Národní asociace obchodníků s cennými papíry

se záměrem veřejné nabídky. Nicméně poněvadž brožury měly být rozdány širokému publiku, bylo by v tomto případě doporučeno, aby nedošlo k jejich distribuci jak přítomným účastníkům, tak třetím osobám.

Případ: In re Carl M. Loeb, Rhoades and Co. 1959¹³⁷

V tomto případě se jednalo o řízení ohledně zrušení registrace brokerské a dealerské společnosti M. Loeb, Rhoades, a dále o pozastavení jejich registrace v N.A.S.D. Důvodem mělo být to, že nabízeli k prodeji akcie společnosti Arvida Corporation, ačkoliv nebyla provedena jejich registrace a porušili tak článek 5 odst. 2.1 (c) Securities Act z roku 1933.

Společnost Arvida byla založena za účelem developerského projektu společnosti Artur Viking Davis, přičemž společnost Davis měla do společnosti Arvida vložit své nemovitosti a společnost Arvida poté získat veřejné financování. V červenci 1958 se v Miami konalo setkání, kde se dohodly detaily zamýšlené nabídky. Na tomto setkání bylo zmíněno, že se na trhu objevují spekulace týkající se možnosti nakládání s nemovitostmi společnosti Davis, a že tato informace může mít negativní vliv na veřejnou nabídku a získání financování. Proto bylo rozhodnuto, že se vydá tiskové prohlášení. Společnost Grant připravila jeho text, ve kterém se mimo jiné mluvilo o velkém rozsahu majetku společnosti Davis a bylo zmíněno i zamýšlené upsání akcií prostřednictvím společnosti M. Loeb, Rhoades Co. Společnost Davis tuto tiskovou zprávu zkontrolovala a doplnila o informaci, že majetek bude převeden na společnost Arvida, a ta bude provádět development celého projektu a zajistí rozsáhlé financování novým kapitálem pro tento účel. Veřejná nabídka nebo upisování nebylo však přímo zmíněno. Během následujících dní bylo toto prohlášení zveřejněno v některých denících na Floridě. V září se v New Yorku konalo jednání, kde byly dokončeny dokumenty k registraci. Společnost Davis navrhla vydat další tiskovou zprávu a společnost Grant ji připravila. Zpráva byla vydána na hlavičkovém papíře brokera Loeb Rhoades a obsahovala tvrzení, že společnost Arvida, které společnost Davis převedla své

¹³⁷ *New York Law School* [online]. 2010 [cit. 2010-12-07]. IN THE MATTER OF CARL M. LOEB, RHOADES & CO. and DOMINICK & DOMINICK. Dostupné z WWW: <http://www.nyls.edu/user_files/1/3/4/30/31/InreCarlLoebRhoades.pdf>.

nemovitosti, obdrží mezi 25-30 milióny amerických dolarů dalšího kapitálu prostřednictvím nabídky akcií veřejnosti, a bude tak disponovat kapitálem kolem jednoho sta miliónu amerických dolarů, spolu s majetkem společnosti Davis a zdrojům z veřejných investic. Dále tisková zpráva informovala, že veřejná nabídka bude učiněna během šedesáti dní prostřednictvím banky s celofederální působností a že na společnost bude převedeno sto tisíc akrů půdy v oblasti „zlatého pobřeží“ na Floridě.

Pracovníci společnosti Arvida velmi trvali na tom, aby byla tisková zpráva zveřejněna okamžitě. Společnost zajišťující public relations celé akce doporučila, aby byla tisková zpráva obsažena ve třech velkých novinách v New Yorku. Aby se vše stihlo co nejdříve, byli novináři informováni telefonicky odpoledne 18. září 1958. Následující den se zpráva objevila ve třech novinách v New Yorku a dále v dalších médiích v celé zemi.

Následně byla podána žaloba u soudu, který řízení ukončil se závěrem, že došlo k porušení článku 5 Securities Act z roku 1933. Nejvyšší soud USA v odůvodnění zmínil několik podstatných výkladových stanovisek. Dle jeho názoru je definice veřejné nabídky velmi široká. Účel toho je třeba hledat i v samotném fungování procesu distribuce cenných papírů při jejich prodeji. K tomu dochází v rámci velmi komplexního systému, který zajišťuje distribuci v celém státě, a to velmi rychle. Několikamiliónové prodeje jsou učiněny již v den, kdy jsou nabídnuty k prodeji. Tohoto je dosaženo na základě sítě předběžných neformálních a indikativních prohlášení o zájmu mezi brokery a investory a založeno na očekávání, že na základě těchto informací bude tento indikativní zájem realizován okamžitým nákupem. V tomto systému je tedy nutné dovodit, že „nabídka“ nemusí a nemůže mít nějakou konkrétní formu. Jedním ze základních cílů Securities Act z roku 1933 je zpomalit proces této rapidní distribuce korporátních cenných papírů, alespoň v rané, a tedy krucální fázi, aby investoři a dealeři měli přístup a možnost zvážit investice do nového cenného papíru na základě dodaných informací a finančních materiálů v rámci prohlášení o registraci (registration statement) a v prospektu. V době před přijetím Securities Act v roce 1933 totiž brokeři často dělali rozhodnutí naslepo a bez adekvátních informací, tudíž investice do cenných papírů se stala naprosto neprůhlednou formou investice. Celý proces distribuce byl pak

ovládán pouze zájmem vzbudit zájem, a nikoliv poskytnout relevantní informace o skutečném stavu.

V posuzovaném případě bylo dovozeno, že zveřejnění fakt formou tiskové zprávy bylo použito za účelem vzbuzení publicity a bylo vykalkulované takovým způsobem, aby vzbudilo zájem a stimulovalo investory a dealery ke koupi akcií společnosti Arvida, a rovněž vyvolalo indikativní zájem od zákazníků vůči dealerům a následně pak od dealerů vůči upisovateli. Tím měl být uveden do pohybu celý proces distribuce cenného papíru. Securities and Exchange Commission tedy dovodila, že došlo k porušení článku 5 Securities Act z roku 1933. Pro zajímavost zbývá dodat, že Securities and Exchange Commission společnosti M. Loeb, Rhoades však registraci a členství v N.A.S.D. neodňala, neboť jak uvedla v odůvodnění, společnost požívá velmi dobrého jména a kladné obecné reputace v odvětví obchodu s cennými papíry a nikdy nebyla subjektem disciplinárního řízení. Příslušný soud navíc dovodil, že jednala v dobré víře a v souladu se stanoviskem advokáta. Není tedy ve veřejném zájmu a zájem ochrany investorů v tomto případě nevyžadoval, aby jejich registrace jako brokerů a dealerů jim byla odebrána a byla jim suspendována členská práva v N.A.S.D.

Soud dále doplnil, že interpretace v článku 5 Securities Act z roku 1933 tímto nijak neovlivňuje a neomezuje svobodu tisku a právo vyhledávat a publikovat finanční zprávy. Novináři obecně sami neprodávají žádné cenné papíry a článek 5 Securities Act z roku 1933 se na ně neaplikuje. Upisovatelé a distributoři jsou oproti tomu v jiné pozici a jsou v celém byznysu zapojeni. Případy, kdy novináři sami z vlastní iniciativy získali informace o předpokládaném veřejném financování, neporušují článek 5 Securities Act z roku 1933. Tento závěr tedy neplatí ani na upisovatele ani na emitenty samotné.

Důsledek případu Loeb, Rhoades byl ten, že advokáti začali být velmi opatrní ohledně doporučení k uveřejňování jakýchkoliv informací. Nicméně poněvadž emitenti jsou často závislí na publicitě, není možné dle Sonderquista doporučit, aby publicita v takovém případě byla úplně zastavena. Securities and Exchange Commission naopak časem dovodila, že publicita a informovanost o emitentovi ve veřejných prostředcích je nutná a naopak zvyšuje bezpečnost a práva investorů. Nicméně tento konflikt vedl

k tomu, že emitenti měli oprávněný strach, zda nedojde z jejich strany k porušení Securities Act z roku 1933 nebo Securities Exchange Act z roku 1934.

V návaznosti na tyto pozdější obavy vydala Securities and Exchange Commission v roce 1971 Pravidlo SEC č. 5180, jehož součástí je rovněž interpretační dokument obsahující pravidla pro postup týkající se korporátní publicity.

Pravidlo SEC č. 5180 SEC z roku 1971

Jak výše nastíněno, je toto pravidlo reakcí na vývoj na kapitálovém trhu po závěrech z případu Carl M. Loeb, Rhoades and Co. Pravidlo se podrobně zabývá otázkou, jakým způsobem se má chovat emitent, jehož cenné papíry jsou v procesu registrace, v případě reakcí na dotazy akcionářů, finančních analytiků, tisku či jiných osob, které se zajímají o jeho obchodní činnost. Securities and Exchange Commission zdůrazňuje, že neexistují žádné předpisy o cenných papírech nebo stanoviska Securities and Exchange Commission, které by odůvodňovaly neposkytování faktických informací (non-disclosure of factual information) společnostmi, které jsou veřejně vlastněné. Ani společnost v procesu registrace ani její představitelé však nesmějí pobízet veřejnost k odhodlání koupit cenné papíry v rámci zamýšlené veřejné nabídky. Jakákoliv zveřejnění nebo informace poskytnuté společností v procesu registraci jiným způsobem než prostřednictvím prospektu musejí být striktně omezeny na faktické informace a neměly by obsahovat takové informace jako prognózy, předpoklady a předpovědi nebo názory týkající se hodnoty společnosti a jejích cenných papírů.

Securities and Exchange Commission doporučila, aby každá společnost přijala interní směrnici ohledně poskytování informací v době procesu registrace. Společnost a její představitelé by totiž i v této době měli reagovat na legitimní dotazy akcionářů atp. týkající se jejich finanční situace a obchodních transakcí. Securities and Exchange Commission však odmítla vypracovat konkrétní seznam informací, které mohou či nemohou být zveřejněny, neboť je vždy nutné posuzovat každý případ individuálně. Nicméně obecně doporučila, že

- společnost může nadále inzerovat své produkty;
- může posílat své čtvrtletní, roční a jiné pravidelné reporty akcionářům;
- může publikovat prohlášení o managementu (proxy statements¹³⁸) a odesílat informace o dividendě;
- pokračovat s prohlášeními pro tisk ohledně faktického fungování obchodu a finančního vývoje, např. akceptace ohledně uzavření obchodních smluv, urovnání sporů, otevření továrny nebo obdobné události, které mohou být zajímavé pro veřejnost působící v dané oblasti;
- odpovídat na nevyžádané telefonické dotazy akcionářů, finančních analytiků, tisku a ostatních ohledně faktických informací;
- dodržovat open-door-policy ohledně nevyžádaných dotazů týkajících se faktických informací od analytiků kapitálového trhu, finančních analytiků, držitelů cenných papírů a osob z oblasti komunikace, které mají legitimní zájem na dění ve společnosti;
- pokračovat ve schůzích akcionářů v plánovaných termínech a odpovídat na dotazy akcionářů ohledně faktických otázek.

Emitenti by se podle Securities and Exchange Commission měli dále vyvarovat:

- vydávání předpovědí, prognóz a predikací ohledně, nikoliv však pouze příjmů nebo zisku na akcii;
- publikovat názory ohledně hodnoty společnosti a cenných papírů.

Nicméně rozhodnutí, zda konkrétní informace nebo publicita může být veřejnou nabídkou a krokem k učinění prodeje, a tím porušovat článek 5 Securities Act z roku 1933, musí být učiněno emitentem, a to při zohlednění všech faktů a okolností konkrétního případu. Přitom Securities and Exchange Commission zde výslovně připustila, že bude konzultovat jednotlivé případy, avšak že jejím úkolem není ad absurdum příprava tiskových prohlášení ze strany Securities and Exchange

¹³⁸ Proxy statement je prohlášení společnosti zasílané Securities and Exchange Commission před konáním řádné valné hromady. Obsahuje především informace o statutárních orgánech společnosti, důležité hospodářské rozhodnutí společnosti, potenciální konfliktu zájmu, údaje o odměnách členů orgánů, bonusech, manažerských opcích a auditorech.

Commission. Je však nutné poslat jí všechna fakta dostatečně včas, aby mohla zodpovědně zhodnotit a odpovědět.

Pravidlo SEC č. 7856 z roku 2000

V souvislosti s novými možnostmi prezentace a marketingu pomocí internetu vydala Securities and Exchange Commission v roce 2000 další výkladové stanovisko.

Dle Securities and Exchange Commission měl internet, co se týče možností rychlého a cíleného poskytování a rozšiřování informací, velmi zásadní vliv na způsoby a techniky získávání kapitálu a dokonce dle Securities and Exchange Commission na celou strukturu tohoto odvětví obchodování. Dle informací Securities and Exchange Commission v roce 2000 investovalo ve Spojených státech amerických prostřednictvím internetu sedm miliónů lidí. Vliv na rozhodování investorů mají i webové stránky společností, kde jsou zveřejňovány různé informace. Stejně tak se začaly na internetu objevovat i informace o samotných cenných papírech, nových nabídkách atp.

Stanovisko se zabývá především problematikou, kdy emitent na svých stránkách umístí link na stránku třetí osoby, kde mohou být informace v rozporu se Securities Act z roku 1933, a dále obecné principy chování emitenta v době procesu registrace cenného papíru ohledně publicity na internetu.

SEC vyžaduje, aby emitent byl v každém případě odpovědný za neporušení článku 5 Securities Act z roku 1933 jak na svých stránkách, tak na stránkách, na které jeho stránky hyperlinkem odkazují. Pokud je totiž takovýto odkaz obsažen na stránkách, může vznikat dojem, že jde o informaci poskytnutou přímo emitentem. Pokud je společnost v režimu registrace cenného papíru, měla by své stránky prověřit, a to včetně stránek třetích stran, na které odkazuje.

Stejná pravidla se aplikují rovněž na společnosti, které nejsou ve fázi registrace, neboť se připravují teprve na první veřejnou nabídku. Zde Securities and Exchange Commission dovozuje, že by naopak měl být obsah web stránek prohlížen důkladněji,

neboť společnost nemá zatím vlastní zvyklosti a historii komunikace s obchodníky a investory, a tudíž tito nemusí sdělení chápat správným způsobem a mohlo by dojít k interpretaci jako nabídky a tak k porušení článku 5 Securities Act z roku 1933.

V roce 2005 došlo k doplnění tohoto pravidla o tzv. Pravidlo 433 (Rule 433), podle kterého historické informace o emitentovi a jeho nabídkách umístěné ve zvláštní sekci, nejsou považovány za nabídku, pokud tak nejsou výslovně označeny.

4.1.2 Výjimky z definice veřejné nabídky

První výjimka je obsažena přímo v článku 5 Securities Act z roku 1933, když se zde uvádí, že za nabídku ke koupi se nepovažují předběžná jednání a smlouvy mezi emitentem a upisovatelem nebo mezi upisovateli, kteří jsou s emitentem v zájmovém smluvním vztahu. Tato výjimka však nezahrnuje obchodníky, ale jen upisovatele. Upisovatel tedy může oslovovat další upisovatele a nabízet jim účast na syndikátu upisovatelů, nemůže však oslovit obchodníky, a to ani předběžně.

Pravidlo SEC 135

Další výjimku stanovila Securities and Exchange Commission ve svém Pravidlu 135 (Rule 135), podle kterého není porušením článku 5 Securities Act z roku 1933, pokud emitent nebo prodávající držitel cenných papírů publikuje zprávu o tom, že nabídka bude registrována dle Securities Act z roku 1933, pokud je zde jasně stanoveno, že toto prohlášení není nabídkou a nebude jakkoliv obsahovat dále vymezené informace. Informace však musí být velmi stručná a nesmí obsahovat více než typ, počet a základní charakteristiku nabízených cenných papírů, zamýšlenou dobu nabídky a stručné prohlášení o záměru a účelu nabídky, aniž by byl uveden konkrétní upisovatel. Ve specifických situacích jako např. u nabídky zaměstnancům, může být obsaženo více informací o cenném papíru, ale velmi stručných. V roce 2005 proběhlo další doplnění pravidlem č. 163A, dle kterého komunikace učiněná emitentem nebo jeho zástupcem dříve než třicet dní před podáním registrace nebude považována na veřejnou nabídku, pokud tato informace neodkazuje na nabízení cenných papírů. Emitent však musí mít

pod kontrolou distribuci a další šíření této informace během následné třicetidenní lhůty před podáním registrace.

V roce 2005 Securities and Exchange Commission dále přidala pravidlo „bezpečného přístavu“ (safe harbour rule), které má velký význam pro některé skupiny investorů. Toto pravidlo č. 169 dovoluje, aby emitenti, kteří nemají povinnost k reportování (non-reporting issuers),¹³⁹ pokračovali v informování o faktických obchodních aktivitách vůči osobám, které nemohou být investory ani potenciálními investory. Dle dalšího pravidla č. 168 emitenti podléhající režimu Securities Exchange Act z roku 1934 a někteří další mohou pokračovat v poskytování informací ohledně faktického obchodu a rovněž ohledně předpovědí bez ohledu na příjemce této informace. A konečně pravidlo č. 163 umožňuje velkou flexibilitu obecně známým zkušeným emitentům (seasoned issuers). Tito mohou činit písemně nebo ústně nabídky kdykoliv. Písemné nabídky však musejí splňovat stanovená kritéria, být omezena na tři roky a předložena předem Securities and Exchange Commission. Písemné nabídky dle těchto podmínek jsou označovány jako „volně napsaný prospekt“ (free writing prospectuses). S výjimkou postupu dle pravidla č. 163 musí všechny informace obsahovat poznámku, že nejsou samy o sobě veřejnou nabídkou.

Dle článku 2 (a) 3 Securities Act z roku 1933 jsou jakékoliv cenné papíry dodané spolu s jinými nebo jako bonus, považovány za součást tohoto prodeje a považují se za prodávané za protihodnotu. Tato výjimka ovšem odpovídá výkladům soudů a Securities and Exchange Commission a není tedy nijak podstatná. Významnou je však další výjimka, dle které vydání a převod práv či výhod, pokud jsou původně vydány nebo převedeny s cenným papírem a umožňují držiteli tohoto cenného papíru právo je vyměnit za jiný cenný papír stejného emitenta nebo jiného, nebo dávají právo na úpis cenného papíru emitenta nebo jiného nebo toto právo nemůže být vykonáno do určité doby, nebude považováno za nabídku nebo prodej takového cenného papíru. Avšak emise nebo převod takového cenného papíru při výkonu tohoto práva na výměnu nebo úpis bude považováno za prodej tohoto jiného cenného papíru.

¹³⁹ Společnosti, které nemají povinnost poskytovat Securities and Exchange Commission popř. svým akcionářům některé specifické informace, např. proxy statemets (viz k tomuto pojmu blíže výše)

Tato výjimka se používá pro opce nebo pro vyměnitelné cenné papíry (např. warranty). Příkladem jsou přednostní akcie s možností výměny za kmenové akcie (preferred stock convertible into common stocks) nebo jako warrant na koupi dalších akcií, které se prodávají spolu s akcií. V tomto případě tedy cenný papír v pozadí (underlying security) nepodléhá registraci, pokud výměna nebo uplatnění práva nemůže být provedeno ihned, ale až někdy v budoucnu. Ačkoliv zde není výslovně uvedeno, že k emisi dochází okamžikem, kdy může být právo vykonáno, a tím pádem dochází k nabídce, je zřejmé, že v tomto okamžiku musí být splněny obecné požadavky dle Securities Act z roku 1933 a musí být podána registrace. Soderquist uvádí¹⁴⁰, že tento závěr má svou logiku, protože výjimka ohledně no offer má pouze časový účinek, a to k okamžiku vydání původního cenného papíru.

Další, méně významné výjimky, jsou pak obsaženy v pravidlech č. 135a, 135b, 135e, 138 a 139.

4.1.3 Vyčkávací fáze registrace (waiting period)

Během této fáze je nadále zakázáno přímo či nepřímo jakýmkoliv způsobem přenosu či komunikace distribuovat prospekt týkající se cenného papíru, který je předmětem probíhající registrace, ledaže takový prospekt splní požadavky článku 10 Securities Act z roku 1933.

Definice prospektu je obsažena v článku 2 (a) 10 Securities Act z roku 1933, která zní „prospekt znamená jakoukoliv brožuru, zprávu, oběžník, reklamu, dopis nebo sdělení, písemně či prostřednictvím rádia nebo televize, kterým se nabízí jakýkoliv cenný papír k prodeji nebo potvrzuje prodej jakéhokoliv cenného papíru, s výjimkou...“ Výjimky se přitom vztahují až na post-registrační fázi (post-effective period). Zároveň je také stanoveno, které typy sdělení nejsou prospektem, přičemž Securities and Exchange Commission může tyto výjimky rozšířit. Konkrétně se stanoví, že jakákoliv zpráva, oběžník, reklama, dopis nebo sdělení v souvislosti s cenným papírem nebude

¹⁴⁰ SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 2. [s.l.] : Foundation Press. 2nd Edition. ISBN: 1587787377 s. 42

považována za prospekt, pokud je stanoveno, od koho lze získat prospekt, který splňuje požadavky článku 10 Securities Act z roku 1933 a neobsahuje více než identifikaci cenného papíru, cenu za něj, kým mohou být provedeny nabídky a dále informace, které stanoví Securities and Exchange Commission tak, aby to bylo v zájmu investorů. Souhrnně lze říci, že během této doby není možné učinit nabídku jinak než formou prospektu dle článku 10 Securities Act z roku 1933. Společnou podmínkou pak je, že nesmí dojít k akceptaci nabídky.

4.1.4 Obsah prospektu podle Securities Act z roku 1933

Prospekt obsahuje z velké části informace obsažené v registračním prohlášení (registration statement). V době podání žádosti o registraci však některé údaje nemusí být ještě jasné. Například nemusí být jasný kompletní okruh primárních upisovatelů. Ze Securities Act z roku 1933 by však mohlo vyplývat, že prospekt musí být konečný a nemůže obsahovat „bílá místa“. Dále se ale například v této fázi ještě nevyplňuje informace o ceně nabízeného cenného papíru. Securities and Exchange Commission tuto situaci vyřešila v Pravidlech SEC č. 430 a 431, kdy umožnila užívání tzv. „předběžného prospektu“ nebo „prospektu s výhradou doplnění“ (prospectus subject to completion). Pravidlo SEC č. 431 umožnilo vytvoření shrnutí prospektu. Dle Pravidla SEC č. 433 bylo umožněno používat tzv. „volně napsaný prospekt“ (free writing prospectus). Tento prospekt musí splňovat formální náležitosti (form of legend), musí být omezen na tři roky a ve většině případů musí být předložen Securities and Exchange Commission. Tyto prospekty již nemusí být součástí registračního prohlášení.

4.1.5 Pojem prodeje cenných papírů

Dle definice článku 2(a) 3 Securities Act z roku 1933 je za prodej považována jakákoliv smlouva o prodeji nebo převodu cenného papíru nebo podílu na něm za protihodnotu (for value). Protože v rámci vyčkávací fáze registrace (waiting period) mohou být činěny nabídky, mohlo by dojít k situaci, že dojde k její akceptaci, tedy uzavření smlouvy, a tím pádem k porušení Securities Act z roku 1933. Emitent proto

musí zahrnout do nabídky podmínku, že akceptace nabídky druhou stranou nemůže být učiněna dříve, než nabude účinnosti registrační prohlášení. Z tohoto důvodu činí obchodníci s cennými papíry během vyčkávací fáze registrace (waiting period) podmíněné nabídky a získávají reakce ve formě indikativních zájmů (indication of interest)¹⁴¹, s tím, že po účinnosti registrace dojde ke koupi samotné. Securities and Exchange Commission vykládá pojem „prodeje“ velmi extenzivně, čehož je dokladem následující případ.

Případ. In re Franklin, Meyer and Barnett

Obdobně jako v rozhodnutí Carl M. Loeb, Rhoades and Co. se i zde jedná znovu o porušení povinností brokera a odebrání licence a suspenze práv v N.A.S.D. Společnost Franklin měla prodat v roce 1955 neregistrované cenné papíry společnosti Holly Uranium Corporation.

Dne 10. února 1955 byla podána registrace na devět set tisíc kusů akcií, upisovatel akceptoval dvě stě padesát tisíc kusů akcií a rozeslal dne 30. března 1955 zhruba 1.400 osobám předběžný prospekt spolu s dopisem, že nabídka nemůže být akceptována, dokud nebude účinná registrace. Prospekt obsahoval rovněž odtrhovací kupón, který měl být podepsán a vrácen společnosti Franklin těmi, kdo měli zájem o zaslání prospektu. Registrace se stala účinnou dne 22. dubna 1955, a poté byly rozeslány akceptace a finální prospekt kupujícím.

Celkem devatenáct prodejů bylo uskutečněno přímo zaměstnancem společnosti Franklin, panem Costou. Ten do předběžného prospektu pro čtyři zákazníky vložil rovněž svou vizitku, na kterou napsal „zavolejte mi co nejdříve, protože můj příděl na této emisi je skoro vyčerpán“. Šest jeho zákazníků ještě před dnem účinnosti prodalo jiné cenné papíry, které vlastnili, aby měli prostředky na koupi akcií společnosti Holly, dalším třem pan Costa tento postup doporučil. Pět jeho zákazníků mu poslalo rovnou šeky ještě před dnem účinnosti registrace. Na šecích bylo uvedeno např. „dvě stě kusů akcií společnosti Holly Uranium“ nebo „sto kusů akcií společnosti Holly“. Obdobně

¹⁴¹ SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 2. [s.l.] : Foundation Press. 2nd Edition. ISBN: 1587787377 s. 57

postupovali i klienti dalších zaměstnanců společnosti Franchlin, pana Lustiga a pánů Thompsona a Hickeyho. Všichni doporučili svým klientům, aby prodali akcie, které mají, aby mohli nakoupit akcie společnosti Holly. Klienti těchto pánů pak společnosti Franchlin poslali šeky. To vše se událo před dnem účinnosti registrace.

Supervisoři společnosti Franchlin na společných setkáních vždy upozorňovali, že musí být dodržen postup dle Securities Act z roku 1933. Zdůrazňovali dále, že akceptována mohou být pouze prohlášení o zájmu a nikoliv přijetí nabídek. Dále instruovali obchodníky, že k materiálům nesmějí být přikládány žádné další dokumenty. Praxí je, že investoři a zákazníci společnosti Franchlin posílali šeky, aby měli na svých účtech u něj vedených finanční prostředky. Dva z šeků však přímo indikovaly účel platby za akcie společnosti Holly. Prokázalo se, že pracovníci akceptovali přímo nabídky a platby za akcie společnosti Holly a nikoliv indikativní prohlášení o zájmu. Navíc vizitka s poznámkou pana Costy byla posouzena jako porušení ustanovení o prospektu a jako nabídka ke koupi. Securities and Exchange Commission navíc dovodila, že společnost Franchlin nedodržela povinnosti k dostatečné supervizi svých zaměstnanců. Obdobně jako v případě Carl M. Loeb, Rhoades and Co., ani zde Securities and Exchange Commission nakonec neshledala veřejný zájem na suspenzi registrace společnosti Franchlin a odebrání licence.

Soderquist dále zmiňuje¹⁴², že problém v praxi způsobovalo to, jak moc jsou limitována jednání ve vyčkávací fázi registrace (wating period). Dle Securities Act z roku 1933 nemá dojít k uzavření smlouvy, nicméně v procesu nabídky dochází k uzavírání smluv např. mezi upisovateli. Securities and Exchange Commission však považuje tato jednání naopak za prospěšná, protože by k nim mělo dojít již před dnem účinnosti registrace. Ohledně jiných smluv o prodeji pak nestanoví žádná omezení, pokud nedochází k uzavření smlouvy jako takové. Naopak sama rovněž dovozuje, že jednání o konečné smlouvě jsou ku prospěchu ochrany investorů a jejich dostatečné informovanosti.

¹⁴² SODERQUIST, Larry D. Securities Regulation. 2. [s.l.] : Foundation Press. 2nd Edition. ISBN: 1587787377 s. 63

4.1.6 Co je prospektem dle Securities Act z roku 1933

Obecná definice prospektu dle Securities Act z roku 1933 je velmi jednoduchá. Jedná se totiž o písemnou nabídku nebo nabídku učiněnou rádiem či televizí (článek 2(a) 10). Tím se navazuje na výše uvedené případy formování trhu (conditioning the market) a na rozhodnutí Loeb, kde za nabídku byla považována publicita ve formě tiskové zprávy a brožury.

Interpretační problém mohou způsobit nepřímé nabídky a podmínka „písemně nebo prostřednictvím rádia či televize“. Soderquist uvádí příklad ředitele společnosti, který na tiskové konferenci učiní ústní prohlášení, které by v písemné formě bylo považováno za prospekt. Pak by bylo zvláštní, jak posuzovat situaci, kdy novinář toto prohlášení zahrne do článku a udělá z něj tak písemnou formu. Soderquist nepodává odpověď, nicméně z analytického hlediska by se o prospekt jednalo, neboť ředitel „způsobil“ to, že nakonec došlo k transformaci do písemné formy, což mohl předpokládat. Koneckonců Securities Act z roku 1933 nemluví o tom, kdo je tím, kdo to fakticky do písemné formy převede. Těžší otázkou je spíše nežli forma obsah. Tedy co je vlastně nabídka. Dle Soderquista jde asi stěží o nabídku, pokud ředitel odpovídá na jasně cílenou otázku ohledně provozu podniku. Delší a podrobnější článek asi také nebude rizikem, ale i dle Soderquista by se zde dle individuálních okolností musel pečlivě hodnotit obsah a muselo by se stanovit, zda k nabídce nedošlo.

Jak uvedeno výše u případu Franklin, nabídkou může být i to, že k předběžnému prospektu je přiložena vizitka s poznámkou, aby zákazník zavolał obchodníka. Nejde zde tedy o problém, že by nemohla být učiněna nabídka, ta ovšem může být učiněna pouze prostřednictvím prospektu, který splňuje náležitosti dle článku 10 Securities Act z roku 1933. Předběžný prospekt a vizitka je sama již nabídkou, ale nesplňuje všechny náležitosti tohoto ustanovení. Jiná situace, kterou se Soderquist zabývá, nastane tehdy, pokud obchodník zavolał zákazníka, ale nezastihne ho a nechá mu například u kolegy vzkaz, který je mu předán kolegou písemně. Stejně jako uvedeno výše, dle analytického pohledu prostě došlo k písemnému vyjádření. Nicméně musí se znovu hodnotit, zda obchodník způsobil a mohl očekávat písemné vyjádření. Ani zde Soderquist nepodává

odpověď a nechává její řešení na Securities and Exchange Commission nebo soudu, nicméně s poznámkou, že by záleželo na tom, jak moc extenzivně by tyto instituce pojem prospektu a nabídky vykládaly. Asi by dle něj bylo podstatné, zda obchodník výslovně požádal o to, aby byl nechán písemný vzkaz.

Podobné otázky vyvolaly rovněž nové technologie. Dlouho probíhaly diskuze, zda e-mail je spíše náhražka za telefonní hovor nebo, díky možnosti jej přeposlat nebo stáhnout, spíše ekvivalent dopisu. V roce 2005 Securities and Exchange Commission v Pravidle SEC č. 405 dovodila, že jako písmenné sdělení je třeba rozumět rovněž sdělení v grafické formě včetně internetových sdělení, e-mailů, elektronických vzkazů na webových stránkách nebo šíření hlasové zprávy. Výslovně vyloučeny jsou však živé přenosy přenášené v real-time režimu publiku, ledaže je lze považovat za rozhlasové nebo televizní vysílání.

4.1.7 Výjimky z veřejné nabídky dle Securities Act z roku 1933

Některé případy písemných nabídek jsou umožněny již ve vyčkávací fázi registrace (waiting period), aniž by byly považovány na prospekt. K provedení tohoto ustanovení článku 2(a) (10) Securities Act z roku 1933 přijala Securities and Exchange Commission Pravidlo SEC č. 134. Pravidlo obsahuje velkou škálu možností odchylek. V podstatě jakýkoliv typ komunikace v písemné formě či rádiem nebo televizí může být pod tyto výjimky podřazen. Typicky právě tiskové zprávy nebo dopisy. Častěji se však používá v post-registrační fázi (post-effective period) než ve vyčkávací fázi registrace (waiting period), jako tzv. „náhrobková reklama“ (tombstone advertisement), přičemž tento název je odvozen od jasně stylizovaného formátu takového sdělení připomínající spíše novinové kondolenční oznámení. Tato sdělení jsou často ve speciální finanční sekci některých novin včetně The Wall Street Journal. V této souvislosti přijala Securities and Exchange Commission dále Pravidlo SEC 134a, které se věnuje výjimkám ohledně opcí.

Zvláštní formou výjimky je předběžný prospekt (preliminary prospectus), který je umožněn zněním článku 5 Securities Act z roku 1933. Ten umožňuje, aby ve

vyčkávací fázi registrace mohl být distribuován prospekt označený jakožto předběžný. Obchodníci s cennými papíry a jiné subjekty zapojené v procesu veřejné nabídky tohoto často využívají, neboť se tím celý proces značně urychluje. Navíc je zřejmé, že některé informace nejsou ke dni podání registrace ještě dostupné (např. syndikát upisovatelů). Dále lze tento dokument využít v tzv. urychleném řízení (acceleration). Toto řízení je možné, pokud je předložen alespoň předběžný prospekt. Výhodou je, že normální schvalovací proces předpokládá, že účinnost nastává po dvaceti osmi dnech. Securities and Exchange Commission ale může toto urychlit. Dalším důvodem, proč se pořizuje předběžný prospekt, je, že Securities and Exchange Commission vyžaduje, aby upisovatelé poskytli prodejcem dostatečné množství těchto předběžných prospektů. Emitenti, kteří se registrují prvně, musí rovněž předběžný prospekt zasílat všem osobám, kterým bude zasláno potvrzení o akceptaci prodeje.

Pravidlo SEC č. 4968

Securities and Exchange Commission se vyjádřila v tom smyslu, že neumožní urychlení řízení, pokud nebude zaslán předběžný prospekt všem upisovatelům a dealerům, u kterých lze rozumně předpokládat, že budou zapojeni do procesu distribuce a prodeje nabízeného cenného papíru. Účelem je, aby všechny tyto osoby byly dostatečně informovány a mohly tak dále kvalifikovaně informovat své zákazníky. Zvláště u nabídek emitentů, kteří ještě nikdy veřejnou nabídku svých cenných papírů neuskutečnili, je důležité, aby informace o nich byly dostupné a investoři a upisovatelé se mohli s jejich společnostmi a obchodní činností dopředu seznámit. Dále musí být zajištěno, že tyto osoby mají k dispozici dostatečné množství kopií prospektů, aby je mohli poskytovat dalším zájemcům. Zde Securities and Exchange Commission stačí, pokud dostane příslušné prohlášení hlavního upisovatele. Doručeny musí být dříve než čtyřicet osm hodin před tím, než bude potvrzena jejich akceptace. Ohledně elektronické distribuce prospektu vydala Securities and Exchange Commission v roce 2000 dále Pravidlo SEC č. 7856, dle kterého je možná elektronická distribuce prospektu, pokud byl k tomu dán telefonický informovaný souhlas investora a byl o tomto učiněn záznam.

4.1.8 Post-registrační fáze dle Securities Act z roku 1933

Povinnosti stanovené v článku 5 Securities Act z roku 1933 trvají i v této fázi. I zde musí být používán prospekt splňující požadavky článku 10 Securities Act z roku 1933. Stejně tak může být nadále používán souhrnný prospekt (summary prospekt) a volně napsaný prospekt (free writing prospectus), ovšem u emitentů, kteří nejsou všeobecně známí a zkušení, musí být doplněn následně finální verzí prospektu.

I po účinnosti registrace je možné, aby některé informace nebyly doplněny (k tomu Pravidla SEC č. 430A a 430B). Prospekt splňující obvykle požadavky článku 10 Securities Act z roku 1933 je takový, který byl součástí registračního prohlášení, resp. byl během vyčkávací fáze registrace (waiting period) doplněn o chybějící údaje. Tyto neúplné prospekty tedy ztrácejí po účinnosti svou povahu prospektu a musejí být doplněny úplným prospektem. V ustanovení článku 5 (b) (2) Securities Act z roku 1933 se stanovuje, že cenný papír nesmí být doručen kupujícímu, ledaže kupující zároveň obdrží nebo již dříve obdržel kopii finální verze prospektu.

Případ: SEC v. Manor Nursing Centres, Inc.¹⁴³

K problematice jak posuzovat prospekt, který je chybný nebo zavádějící, se vztahuje rozhodnutí ve věci SEC v. Manor Nursing Centres, Inc. Zásadní otázkou je, zda lze vadný prospekt považovat za prospekt dle článku 10 Securities Act z roku 1933. Samotný zákon nedává na tuto otázku odpověď, neboť pouze stanoví, že prospekt má obsahovat informace, které byly součástí registračního prohlášení.

V tomto případě nesplnil prospekt společnosti Manor Nursing Centres dle názoru Securities and Exchange Commission požadavky článku 10 Securities Act z roku 1933, protože obsahoval nepravdivé a zavádějící informace. K této situaci však došlo až na základě vývoje po dni účinnosti registrace. Druhý senát odvolacího soudu (Court of Appeal) v tomto případě však prohlásil, že došlo k porušení Securities Act

¹⁴³ *Open Jurist* [online]. 2010 [cit. 2010-12-08]. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Plaintiff-Appellee, v. MANOR NURSING CENTERS, INC., et al., Defendants-Appellants. Dostupné z WWW: <<http://openjurist.org/458/f2d/1082/securities-and-exchange-commission-v-manor-nursing-centers-inc>>.

z roku 1933. První senát následně tuto argumentaci přijal, ovšem pátý senát se proti ní postavil ve velmi obdobném případě SEC versus Southwest Coal and Energy Co. Uzavřel, že pokud dojde ke změně obsahu a informace v prospektu obsažené se stanou nepravdivé nebo zavádějící, musí být prospekt opraven. To může být učiněno dvěma způsoby. Emitent může podat k Securities and Exchange Commission tzv. post-effective dodatek prospektu obsahující opravu, přičemž změna může být obsažena v textu původního finálního prospektu nebo jako dodatek původního prospektu. Druhým způsobem je, že není třeba použít proceduru ohledně post-effective dodatku prospektu, ale prospekt doplnit a tento u Securities and Exchange Commission pouze podat.

Jak výše uvedeno, cenné papíry nemohou být investorovi předány, dokud není zároveň dodán nebo již nebyl investorovi dodán finální prospekt. Je tedy třeba vyřešit, kdy a do jaké doby je třeba prospekt dodat. David Ratner uvádí¹⁴⁴, že obecně musí být prospekt doručen zároveň s prodejem cenných papírů z první dávky předané upisovateli a dále po určitou stanovenou dobu od učinění nabídky v případě opětovného prodeje dealery (resale by dealers), kteří některé z těchto cenných papírů již od veřejnosti nakoupili zpět a znovu je prodávají dále. Článek 4 odst. (1) Securities Act z roku 1933 však z povinnosti doručit prospekt vyjímá všechny osoby, které nejsou emitentem, primárním upisovatelem nebo dealerem. Odstavec (3) tamtéž vyjímá dále z této povinnosti po uplynutí specifikované doby od učinění nabídky i dealery. Lhůta je stanovena na 40 dní v případě emitenta, který již má některé své akcie registrované. V opačném případě činí lhůta 90 dní od učinění nabídky. Securities and Exchange Commission stanovila další možnosti uplatnění výjimek, kterým se věnují Pravidla SEC č. 172b, 173 a 172.

4.2 Úprava veřejné nabídky ve Spolkové republice Německo

Popis úpravy veřejné nabídky ve Spolkové republice Německo má za cíl nastínit některé odlišnosti oproti úpravě v České republice. Ačkoliv německá i česká úprava

¹⁴⁴ RATNER, David L. Securities Regulation in a Nutshell. 7. [s.l.] : West Publishing Company, 2002. ISBN 0314256571. s. 53

vycházejí z týchž evropských základů, považují za nutné zmínit proces veřejné nabídky a jeho specifika v zemi, se kterou má Česká republika největší hospodářské a i kapitálové vztahy.

Podmínky veřejného nabízení cenných papírů jsou v německém právu upraveny především v zákoně o prospektu (Wertpapierprospektgesetz; zkráceně WpPG) z 1. července 2005. Tímto zákonem došlo k implementaci směrnice č. 2003/71/ES o prospektu cenných papírů. Dalším z pramenů je zákon o burzách (Börsengesetz; zkráceně BörsG), který však obsahuje toliko úpravu odpovědnosti za nesprávné údaje v prospektu cenného papíru (§§ 44 a násl. BörsG). Dále se v souladu s evropským právem aplikuje rovněž nařízení ES č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004, co se týče obsahových náležitostí prospektu cenného papíru.

Vedle těchto předpisů vztahujících se na veřejnou nabídku cenných papírů upravuje německé právo rovněž podmínky veřejné nabídky jiných instrumentů a investičních příležitostí, které nejsou přímo cennými papíry. Tato pravidla jsou upravena v zákoně o prodejném prospektu (Verkaufsprospektgesetz; zkráceně VerkProspG). Úprava ve VerkProspG je velmi specifická a dobře dokresluje komplexnost úpravy ochrany investorů (především drobných investorů). Z tohoto důvodu se práce tímto předpisem zabývá podrobněji v kapitole 4.2.3 níže.

4.2.1 Historický vývoj úpravy povinnosti publicity v německém právu

WpPG je posledním vývojovým stupněm celé úpravy publicity cenných papírů v Německé spolkové republice.¹⁴⁵ Původní úprava publicity byla obsažena pouze v BörsG z roku 1896 a zahrnovala toliko cenné papíry přijaté k obchodování na burze, přičemž dostatečným bylo pouhé přijetí tohoto cenného papíru k obchodování na burze, což dle zákonodárce již zajišťovalo informovanost investorů.

¹⁴⁵ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 28.

Přijetí BörsG reagovalo především na velký boom zakládání akciových společností na konci druhé poloviny 18. století, které s sebou však přineslo i spoustu krachů těchto společností a s tím spojené velké ztráty investorů. Již tehdy však bylo obvyklé, že se akcie nabízely veřejnosti formou prospektu a chybné údaje v nich uvedené měly za následek vznik odpovědnosti. V osmdesátých letech 18. století došlo pak k diskuzím o zamezení nebezpečí rizik pro investory a došlo tak ke zformování teorie o prospektu (Prospekttheorie).¹⁴⁶ Její základní myšlenkou bylo, že uveřejnění prospektu je nezbytnou podmínkou založení akciové společnosti a že odpovědnost za obsah a správnost prospektu musí být zjištěna příslušnými předpisy o odpovědnosti. Nicméně tato teorie nezískala přízeň zejména s ohledem na fakt, že cílem mělo být postižení veškerých kapitálových společností bez ohledu na to, zda byly obchodovány na burze nebo nikoliv. Teprve až po dalším pádu na německé burze v roce 1891 se teorie začala zabývat mnohem více myšlenkou prospektu jako nezbytné podmínky založení akciové společnosti, což se začalo rovněž promítat i do plánů zákonodárce. Následně došlo k jejímu vyjádření v zákoně o burzách – BörsG.

Avšak cenné papíry neobchodované na burze byly poté na dlouhou dobu jakožto investorům nedostupné z jakékoliv regulace vyloučeny. Později došlo alespoň k zakotvení částečné publicity u prodeje investičních podílů v souvislosti se vstupem řady společností na německý trh, které tyto podíly nabízely, a sice v zákoně o kapitálových investičních společnostech (Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften). Úprava byla však jen částečná, když stanovovala povinnost vyhotovit a předat prodejní prospekt před uzavřením konkrétního obchodu.

Opravdový rozvoj publicity nastal až v sedmdesátých letech minulého století, kdy se rozvinul ve Spolkové republice Německo tzv. šedý kapitálový trh (grauer Kapitalmarkt), na němž se nabízely investiční podíly mimo cenné papíry, především podíly na veřejných komanditních společnostech, tzv. stavitelské modely (Bauherrenmodelle). Na toto reagovala především judikatura, která nejdříve požadovala

¹⁴⁶ UNZICKER, Ferdinand. VerkProspG: Kommentar zum Verkaufsprospektgesetz und zur Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung. Köln : RWS Verlag Kommunikationsforum GmBH, 2010. ISBN 9783814581521. s. 5.

jednoduché informační materiály, ovšem později se tato praxe vyvinula až na požadavek celistvého prospektu, přičemž byla dovozena soudy odpovědnost za neúplné či nepřesné údaje nebo za neexistenci prospektu podle obecných pravidel o odpovědnosti za předsmělní jednání, tedy culpa in contrahendo (Grundsatz der Verletzung vorvertraglicher Aufklärungspflichten). Tím došlo bez jakéhokoliv zákonného předpisu k zformování povinnosti uveřejnit v těchto případech prospekt pouze na základě judikatury. Assmann/Schlitt/Colomb tak tuto situaci označují přímo za kuriózní, kdy existovala jasně daná povinnost osob nabízejících tyto investiční podíly bez jakéhokoliv zákonného podkladu.¹⁴⁷

Na poli regulovaného trhu došlo k zásadnímu průlomu 13. prosince 1990, kdy byl vydán zákon o prodejním prospektu (VerkProspG). Předně došlo k povinnosti předchozího vyhotovení prospektu cenného papíru před jeho první veřejnou nabídkou a dále byly pod povinnosti dle tohoto zákona podřazeny rovněž cenné papíry, které nebyly přijaty k obchodování na regulovaném trhu. Stále však byla ochrana zúžena pouze na cenné papíry a ostatní instrumenty byly chráněny pouze, jak popsáno výše, judikaturou. Tato situace byla změněna až novelou VerkProspG, konkrétně zákonem na zlepšení ochrany investorů (Anlegerschutzverbesserungsgesetz) z 28. října 2004. Tímto zákonem byl do VerkProspG vložen § 8f, kterým byla ochrana vztahena rovněž na investiční podíly nevtělené do cenného papíru, především podíly, které představují podíl na výsledku podniku, podíly na majetku, který drží a spravuje na cizí účet emitent nebo třetí osoba (Treuhandvermögen), podíly na různých uzavřených fondech a na dluhopisech na jméno (Namensschuldverschreibungen).

WpPG byl poté přijat jako poslední zákon upravující publicitu, a to v souvislosti s transpozicí směrnice č. 2003/71/ES o prospektu cenného papíru. Tímto zákonem došlo k vynětí instrumentů spočívajících v cenných papírech z VerkProspG. Assmann/Schlitt/Colomb zdůrazňují, že WpPG ovšem svým přijetím zavedl velmi zvláštní úpravu odpovědnosti z prospektu (resp. chybějícího prospektu), když tuto sám

¹⁴⁷ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 29.

neupravil. Odpovědnost se tak částečně řídí stále VerkProspG a dále rovněž BörsG. Důvodem této nepřehledné situace byl schvalovací legislativní proces WpPG, kdy spolková rada (Bundesrat) navrhovala, aby ustanovení o odpovědnosti byla součástí WpPG, ovšem spolková vláda (Bundesregierung) oponovala, že to by celý proces schvalování prodloužilo, a proto je třeba tuto záležitost vyřešit až pozdější novelizací, k níž však až do roku 2010 nedošlo.¹⁴⁸

4.2.2 Zákon o prospektu cenného papíru (Wertpapierprospektgesetz)

WpPG dle svého § 1 odst. 1 upravuje vyhotovení, schválení a uveřejnění prospektu, který je zapotřebí za prvé v případě veřejné nabídky cenného papíru nebo za druhé v případě přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu. Pro tyto cenné papíry musí být zpracován prospekt dle požadavků WpPG a dále dle nařízení Komise č. 809/2004 ze dne 29. dubna 2004.

4.2.2.1 Pojem veřejné nabídky dle WpPG

Jak uvádí Asmann/Schlitt/Colomb, pojem veřejné nabídky je zásadní z hlediska celého WpPG, neboť jím je dána působnost a rozsah celého zákona.¹⁴⁹ Navíc ohledně tohoto pojmu jsou v literatuře i praxi zastávány různé názory, přičemž jasných soudních rozhodnutí, která by tento pojem precizně definovala, je málo, resp. spíše chybí. Důsledky má toto vymezení pro emitenty a osoby činící nabídku především s ohledem na možné postihy stanovené WpPG, popř. odpovědnost dle VerkProspG za chybějící prospekt. Zároveň se dá stěží spoléhat pouze na výkladová stanoviska dozorčího orgánu, který není orgánem příslušným pro výklad zákonných předpisů, a soudy jeho výklad nemusejí akceptovat. Nejednotnost výkladu tohoto pojmu panuje i v celé EU,

¹⁴⁸ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 31.

¹⁴⁹ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 103.

což má pro osoby nabízející cenné papíry a pro emitenty ten důsledek, že musejí velmi obezřetně zkoumat podmínky a praxi v každém státě, kde chtějí nabídku učinit.

Legální definice veřejné nabídky dříve v německém právu neexistovala. Ani dřívější znění VerkProspG před přijetím WpPG tuto definici neobsahovalo. Teprve v roce 1999 byl pojem veřejné nabídky definován Spolkovým úřadem pro dohled nad obchody s cennými papíry (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel), který se později v roce 2002 transformoval na BaFin, a to ve vyhlášce ze dne 6. září 1999. Zde použitá definice byla pak základem i definice současné.

Obdobná situace koneckonců existovala i v evropském právu, kdy se v roce 1989 zdálo být nemožným, že by pojem veřejné nabídky měl být legálně definovaný, což vedlo k tomu, že ve směrnici č. 89/298/ES o prodejním prospektu, tento pojem zakotvený nebyl. O čtrnáct let později však již toto možné nebylo.¹⁵⁰

Podle Assmanna/Schlitta/Colomba se musí předně vycházet ze širšího pojetí tohoto pojmu.¹⁵¹ Všechny jednotlivé předpoklady naplňující pojem veřejné nabídky nemusejí být splněny najednou. Tak například Assmann/Schlitt/Colomb uvádí, že nemusí být splněna např. samotná existence cenného papíru, aby se jednalo o veřejnou nabídku, když u nabídky úpisu akcií, které mají být emitovány teprve po zvýšení základního kapitálu, nabízené cenné papíry ještě neexistují. Proto dovozuje, že některý z definičních znaků veřejné nabídky nemusí nutně existovat zároveň s druhým, ovšem pokud tento jeden definiční znak trvá i do okamžiku, kdy je splněn onen druhý, byly splněny požadavky na veřejnou nabídku již v okamžiku existence prvního znaku. To samé by mohlo být u zaměstnaneckých opcí nabízených čistě závazkovou formou (tedy ne ve formě cenného papíru), které se ovšem mohou vyměnit za několik let za samotné cenné papíry. I pokud tedy tyto rozdílné faktory časově spolu přímo nesouvisejí, musejí se posuzovat v jednotném souběhu.

¹⁵⁰ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 79.

¹⁵¹ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 105.

Veřejnou nabídkou cenných papírů se podle § 2 č. 4 WpPG rozumí sdělení publiku v jakékoliv formě a jakýmkoliv způsobem, které obsahuje dostačující informace o podmínkách nabídky a o nabízeném cenném papíru, a které je schopné investora dostat do pozice, kdy může rozhodnout o koupi nebo upsání cenného papíru.¹⁵² Buck-Heeb uvádí, že z definice je zřejmé, že předně se musí jednat o nabídku, aby mohla být vůbec nabídkou veřejnou. WpPG zjevně pokrývá dle jejího názoru pouze nabídky ohledně prodeje a výměny cenného papíru. Nikoliv pak již nabídku ke koupi cenného papíru.¹⁵³

Požadavek na sdělení v jakékoliv formě tak neomezuje komunikaci na jediné specifické médium. Je tedy nepodstatné, zda jde o komunikaci ústní, písemnou, elektronickou nebo v jakékoliv jiné formě.

Německá literatura řešila otázku, zda je veřejnou nabídkou ve smyslu WpPG situace, kdy investor sice obdrží nabídku, ale nemá fakticky možnost smlouvu uzavřít. Z textu definice je zřejmé, že se zde mluví toliko o možnosti investora (Anleger), rozhodnout se na základě poskytnutých informací. Není zde nijak výslovně zmíněno, že by muselo být možné toto rozhodnutí dovést až do konečného uzavření smlouvy. Podle Buch-Heeb tedy musí stačit, pokud je širší publikum pobídnuto pouze k podání nabídky (invitatio ad offerendum). Stejně tak Assmann/Schlitt/Colomb uvádějí, že podmínkou splnění definičního znaku komunikace není nutně situace, kdy je podána přímo nabídka na uzavření smlouvy. Je třeba dodat, že v německé teorii existuje i odlišný výklad, který je založen na důvodové zprávě k WpPG, podle níž se reklamní sdělení, na jejichž základě není možné dovodit možnost nabytí nebo upsání cenných papírů, vyjímají z definice veřejné nabídky.¹⁵⁴ Dále pak Assmann/Schlitt/Colomb uvádí závěr dovozený CESRem, že pouhé předání informace bankou jejím zákazníkům není samo o sobě

¹⁵² „öffentliches Angebot von Wertpapieren: eine Mitteilung an das Publikum in jedweder Form und auf jedwede Art und Weise, die Ausreichende Informationen über die Angebotsbedingungen und die anzubietenden Wertpapiere enthält, um einen Anleger in die Lage zu versetzen, über den Kauf oder die Zeichnung dieser Wertpapiere zu entscheiden“

¹⁵³ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 57.

¹⁵⁴ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 57.

veřejnou nabídkou, resp. sdělením.¹⁵⁵ Holzborn pak doplňuje, že například všeobecně pojatá veřejná reklama, která pouze odkazuje na budoucí emisi nebo registraci cenného papíru na burze nebo obsahuje obecné informace o emitentovi, nemůže být veřejnou nabídkou ve smyslu § 2 č. 4 WpPG.¹⁵⁶

Koncept zde nastíněný tedy fakticky znamená, že veřejná nabídka cenných papírů není nabídkou ve smyslu ustanovení o procesu uzavírání smlouvy, ale je třeba ji chápat pouze jako výzvu k podání nabídek.¹⁵⁷ To koneckonců vyplývá i z definice veřejné nabídky rovněž v českém právu, neboť je zřejmé, že jednání splňující definiční znaky veřejné nabídky (ať již dle českého nebo dle německého práva) není a nemusí být v každém případě schopno být takové intenzity a obsahu, aby ze strany osoby, k níž nabídka směřuje, stačil pouhý úkon akceptace a následně ihned vznikla smlouva. To samozřejmě nevylučuje situaci, kdy i veřejná nabídka cenných papírů bude učiněna takovým způsobem, že by ji bylo možno považovat zároveň za nabídku ve smyslu § 43a ObčZ a tedy offertu, jejíž akceptací by došlo k uzavření smlouvy. Lze uzavřít, že pojem veřejné nabídky cenných papírů je tedy mnohem širší než pojem nabídky ve smyslu offertu dle § 43a ObčZ.

WpPG výslovně vyjímá z pojmu veřejné nabídky sdělení v rámci obchodu s cennými papíry na regulovaném trhu nebo na volném trhu. Jedná se však pouze o sdělení dat týkajících se čistě emise jako identifikace cenných papírů (WKN nebo ISIN), některé hodnoty nebo nejnižšího obchodovatelného množství. Pod tuto výjimku již ale nespádají údaje o nabídkové ceně, způsobu nabytí cenného papíru. Tedy jak uvádí Assmann/Schlitt/Colomb pouhé uvedení hodnot v souvislosti s daným cenným papírem a jeho ISIN a některých základních údajů o emitentovi, není schopno naplnit

¹⁵⁵ CESR, Frequently asked questions regarding Prospectuses. Common Possitions agreed by CESR Members, 10th Updated Version – December 2009, CESR/09-1148, Frage 74, s. 49. In: ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 106.

¹⁵⁶ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 80.

¹⁵⁷ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 80.

pojem veřejné nabídky. Tím je umožněno především sekundární obchodování s cennými papíry, které jsou již obchodovány na některém z regulovaných trhů v EU.¹⁵⁸ Informace, které musejí být s ohledem na daného emitenta a regulaci jeho odvětví pravidelně zveřejňovány, mohou někdy být považovány za sdělení ve smyslu definice veřejné nabídky. Především pokud by došlo ke spojení těchto sdělení s jinými faktory či definičními předpoklady pojmu veřejné nabídky, mohlo by dané sdělení být za veřejnou nabídku považováno.

Co se týče pojmu „sdělení“ je jím rozuměn jakýkoliv úkon či jednání ve formě komunikace, které směřuje k uzavření smlouvy. Opačně to dle Holzborna znamená, že nabytí cenných papírů jiným způsobem než na základě smlouvy (kupní smlouvy) neimplikuje nutně povinnost vyhotovení prospektu.¹⁵⁹ Adresáty nabídky a sdělení musí být „publikum“. Německý WpPG tento pojem nijak blíže neupřesňuje. Teorie se proto při výkladu opírá o dříve používaný výklad BAW (předchůdce BaFin, viz k tomu výše), který definici veřejné nabídky v VerkProspG v této části upřesnil tak, že musí jít o jakýkoliv myslitelný okruh adresátů bez ohledu na to, zda někdo z těchto osob nakonec na nabídku přistoupí. Základním hlediskem tedy byl dle BAW počet adresátů. Je pak nepodstatné, odkud je daná nabídka činěna a pokud je činěna ze zahraničí, je podstatné, zda její účinky mohou nastat na území Německé spolkové republiky. Toto je pak zřejmé tehdy, pokud je činěna v německém jazyce nebo jsou zde uvedeny kontaktní údaje v Německé spolkové republice.¹⁶⁰ Tento výklad může být zřejmě vhodný především ohledně nabídek činěných prostřednictvím internetu, kdy může být sporné, odkud je nabídka činěna a na jaký okruh osob a tedy na jaké publikum je směřována.

WpPG obsahuje v souladu se směrnicí č. 2003/71/ES o prospektu výjimky z povinnosti vyhotovit prospekt postavený právě na okruhu adresátů nabídky. Původně

¹⁵⁸ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 106.

¹⁵⁹ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 81.

¹⁶⁰ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 107.

bylo zamýšleno, že směrnice tyto výjimky bude formulovat jakožto výjimky z definičního základu pojmu veřejné nabídky, ale nakonec bylo od tohoto upuštěno. Tato sdělení jsou tedy dle WpPG a dle směrnice č. 2003/71/ES o prospektu veřejnou nabídkou, i když je cílena na publikum čítající méně než sto nekvalifikovaných investorů či je cílena pouze na publikum, které se skládá pouze z kvalifikovaných investorů. Činění nabídky pouze omezenému okruhu osob stále představuje veřejnou nabídku a je nepodstatné, zda je tedy cílena na některé specifické skupiny, např. pouze zaměstnance nebo zákazníky.

Podle Assmanna/Schlitta/Colomba je však rozhodující a musí být bráno v úvahu, zda neodpadá povinnost vyhotovit prospekt i tehdy, kdy jsou adresáti nabídky dostatečně emitentem známí. Takto totiž byl postaven výklad dle dříve všeobecně platného VerkProspG. Nicméně dovozuje se, že navázání na tento výklad v současné době by mohlo být problematické.¹⁶¹ Přesto i tak dovozují, že je zde dána možnost omezit pojem „publikum“ za podmínky, že potenciální investoři disponují natolik dostatečnými informacemi, že zveřejnění nového prospektu by bylo v tomto případě zbytečné. To je myslitelné u investorů, kteří již stejnou investici na základě zveřejněného prospektu uskutečnili. V praxi to pak může být případ zvýšení základního kapitálu s výhradním právem na úpis navýšených akcií stávajícími akcionáři. Ovšem v rámci tohoto procesu nesmí dojít k situaci, kdy by akcie mohly nabýt rovněž třetí osoby. Nicméně ani tento názor není ve smyslu konformního EU výkladu přijímán pozitivně. Evropská komise se při prověřování procesu transpozice směrnice č. 2003/71/ES o prospektu vyjádřila k vynětí uplatnění práv v rámci zvýšení základního kapitálu dosavadními akcionáři skepticky. Nicméně ani na úrovni CESR tento názor nebyl přijímán pozitivně a obdobné nabídky byly tímto orgánem hodnoceny jako veřejné nabídky ve smyslu směrnice č. 2003/71/ES o prospektu.

Pokud jsou informace sdělovány pouze prostředníkům například na různých specializovaných kurzech, nepředstavuje takovéto sdělení ještě veřejnou nabídku,

¹⁶¹ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 108.

protože se nejedná o publikum.¹⁶² Samozřejmě že je třeba počítat s tím, že prostřednictvím těchto osob dojde následně k činění veřejné nabídky. Rovněž musí být bráno v úvahu, zda tyto samotné osoby nemohou být potenciálními investory a tedy „publikem“ ve smyslu veřejné nabídky dle § 2 č. 4 WpPG.

Dalším z definičních znaků pojmu veřejné nabídky je nutnost sdělení „dostatečných informací, které jsou schopné přimět investora k rozhodnutí o koupi nebo upsání cenných papírů“. Musí se tedy jednat o informaci na takové úrovni, že přímo může ovlivnit záměr a jednání investora a přimět ho ke koupi či upsání cenného papíru. Musí být tedy dána kauzální nexus mezi touto informací a rozhodnutím investora. Assmann/Schlitt/Colomb dovozují, že pokud je prokázán minimální informační obsah (bei keinem messbarem Informationsgehalt) nebo chybějící relevance pro možné rozhodnutí (mangelnder Entscheidungsrelevanz), je u takového sdělení možné veřejnou nabídku vyloučit.¹⁶³ Absurdně tak vzniká situace, kdy naopak by měl být více chráněn investor, neboť při neposkytnutí relevantních informací je jeho situace mnohem horší. Mohlo by tak dle mého názoru docházet k tomu, že sice došlo ke sdělení, které může vzbudit v investorovi zájem o daný cenný papír, ale objektivně obsah tohoto sdělení je natolik nicotný, že nedojde vůbec k naplnění definice veřejné nabídky. Je otázkou pak, jaký druh informace by takovýto předpoklad mohl vůbec splnit.

Assmann/Schlitt/Colomb totiž uvádějí, že obsah informace se musí vztahovat k danému cennému papíru, tedy sdělení v rámci obchodu. Obecné reklamní sdělení nebo obecné tiskové zprávy samotné pro naplnění pojmu „dostatečné informace“ nestačí. Dřívější výklad BAW dovozoval, že musí jít alespoň o sdělení ohledně podstatných znaků daného cenného papíru jako cena, zda jde o kmenové nebo přednostní akcie atp. Přitom informace a docílení pohnutky k investici se musí vztahovat k tomusamému cennému papíru. Tedy jako příklad se uvádí, že obecný odkaz

¹⁶² ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 110.

¹⁶³ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 111.

na certifikáty emitenta, který jich vydává a obchoduje více nebo třeba obecná informační kampaň ke zlepšení image emitenta, nejsou dostačující. Assmann/Schlitt/Colomb však dovozují, že pokud jsou tyto informace prezentovány třetími osobami (např. tiskem), mohou tímto docílit již takové intenzity, že by mohly naplnit výše uvedený definiční znak veřejné nabídky, tedy „dostatečné informace schopné přimět investora k rozhodnutí“.¹⁶⁴ Poté by však bylo otázkou, která osoba by byla za takovéto sdělení odpovědná. Podle výkladové praxe BaFin je možné považovat tiskovou zprávu o rozhodnutí o volném obchodování s cenným papírem na německé burze za veřejnou nabídku za předpokladu, že tato tisková zpráva obsahuje rovněž informaci o ceně a druhu akcií (kmenové nebo přednostní), a to spolu se sděleními a prohlášeními reklamního charakteru, které přesahují pouhý rámec tiskové zprávy. Naproti tomu podle Holzborna obyčejný odkaz na budoucí vstup na burzu například v televizní reklamě na produkty emitenta zpravidla veřejnou nabídku nepředstavuje.¹⁶⁵

Z definice lze dále dovodit, že bezúplatné nabytí cenného papíru nemůže být pojmově veřejnou nabídkou, když v takovém případě nedochází ze stran investora k rozhodování o investici (Investitionsentscheidung). CESR a také novela směrnice č. 2003/71/ES již explicitně stanovily, že bezúplatná nabídka cenných papírů zaměstnancům není považována za veřejnou nabídku. Tento závěr pak musí být možné vztáhnout i na další obdobné případy, např. dle Assmanna/Schlitta/Colomba na případy, kdy jsou novým zákazníkům zdarma dávány některé cenné papíry, jak bylo zvykem na počátku devadesátých let. Obdobně by pak bylo možno posoudit ovšem i bezúplatné nabývání cenných papírů v rámci přeměny společností. Ovšem Assmann/Schlitt/Colomb koncept bezplatnosti u zaměstnanců zpochybňují, když uvádějí, že v tomto případě dochází fakticky k výměně těchto cenných papírů za práci zaměstnanců.¹⁶⁶ Možná i to je právě důvod, proč zrovna tento případ byl ze strany CESR explicitně vyloučen z definice veřejné nabídky.

¹⁶⁴ *Ibid.*

¹⁶⁵ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 82.

¹⁶⁶ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 112.

Assmann/Schlitt/Colomb se poté zabývají otázkou, zda spojovací kauzální element (tedy „přimět investora k rozhodnutí“) se má vztahovat čistě k dané informaci nebo rovněž k subjektivnímu jednání osoby činící nabídku. Toto pak úzce souvisí se subjektivními vlastnostmi nabízející osoby. Pokud by dle jejich názoru bylo záměrem nebrat jednání osoby činící nabídku v úvahu, znamenalo by to za daných okolností fakticky úpravu nabídky bez nabízející osoby. To by ale vylučovalo dřívější výklady veřejné nabídky, které vycházely především z cíleného oslovení investorů přímo osobami činícími nabídku. Pak by ale důsledkem bylo to, že sekundární emise nebo verbální nabídky by nutně nemusely být považovány za veřejnou nabídku.¹⁶⁷ Stejně tak může za určitých okolností být veřejnou nabídkou emitentem organizovaný nebo objednaný průzkum trhu ohledně možné ceny cenného papíru, který se má na trhu v budoucnu nabízet, pokud jsou v jeho rámci použity a sděleny cíleně zpracované reklamní informace o daném podniku či emitentovi v souvislosti s prodejem cenného papíru. Veřejnou nabídkou ale nebude pouhý překlad různých registračních dokumentů uveřejněných na stránkách emitenta (např. z jiných zahraničních burz). V tomto dokumentu jsou sice obsaženy podrobné informace o podniku, ovšem schází jim reklamní charakter.¹⁶⁸ Avšak například sdělení, že akcie je podhodnocená, může představovat dle Holzborna veřejnou nabídku tehdy, pokud jsou sděleny i identifikační údaje cenného papíru (WKN, ISIN), které umožní přístup k dalším detailům ohledně cenného papíru jako ceně či možnostech jejího nabytí nebo úpisu.¹⁶⁹

Další spornou otázkou řešenou německou právní teorií může být, zda ohledně nabízených cenných papírů musí nutně existovat rovněž konkrétní možnost nabýt daný cenný papír. Lze však vycházet z toho, že oslovený investor musí učinit investiční rozhodnutí, a to by logicky mělo vyústit k nabytí cenného papíru. Tak je tomu jistě i v případě nabytí práva opce, která vede následně automaticky bez dalšího k nabytí

¹⁶⁷ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS [online]. 2009 [cit. 2010-10-06]. Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members. Dostupné z WWW: <http://www.cesr.eu/data/document/09_1148.pdf>.

¹⁶⁸ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 82.

¹⁶⁹ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 83.

samotného cenného papíru. Stejně tak může existovat i veřejná nabídka a možnost nabytí cenného papíru, který ještě fakticky neexistuje.

Nicméně pokud chybí jasná souvislost mezi reklamním sdělením a možností cenný papír nabýt, nejde podle Assmanna/Schlitta/Colomba o veřejnou nabídku.¹⁷⁰ To může být příklad čistě novinářských příspěvků, které obsahují formálně náležitosti a informace nutné pro veřejnou nabídku, ale jejich autor není v žádném přímém vztahu k osobě prodávající daný cenný papír. Neexistuje tak příčinná souvislost mezi sdělením a možností nabýt daný cenný papír, ačkoliv oba tyto elementy pojmu veřejné nabídky fakticky existují a pod pojem veřejné nabídky tedy spadají. Obdobný závěr rovněž dovozuje Holzborn viz výše.

Názor, že konkrétní možnost nabytí cenného papíru by neměla být považována za podmínku veřejné nabídky, neboť není v textu zákona výslovně vyjádřena, Assmann/Schlitt/Colomb nesdílí a zastánce tohoto názoru odsuzuje, s tím, že v tomto případě je zjevně překračován rámec daný zákonem. Praktickým dopadem tohoto názoru by totiž byla situace, kdy by reklamní sdělení před faktickým provedením emise, kdy dané cenné papíry nemohou být prozatím upsány, představovalo již samo o sobě veřejnou nabídku. Potom by však bylo nutné uveřejnit prospekt již k tomuto okamžiku.

Z hlediska publika, kterému je nabízeno, je třeba odlišovat i případy, kdy dochází k nabízení přes primární upisovatele, kteří teprve dále nabízejí cenné papíry širšímu publiku. Od tohoto modelu pak Assmann/Schlitt/Colomb odlišují nabídku přes tzv. detail cascades, neboli jakési „odbytové řetězce“, kdy jsou cenné papíry nabízeny postupně v rámci organizované a hierarchické skupiny prodejců. Je pak třeba dovodit, že v obou případech se jedná o veřejnou nabídku, ovšem pro emitenta může být tato situace rozdílná v případě povinnosti vyhotovit prospekt. Pokud totiž vlastnosti primárního upisovatele nebo i osoby na vrcholu hierarchické skupiny detail cascade umožní aplikaci výjimky z povinnosti vyhotovit prospekt a emitent oprávněně

¹⁷⁰ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 114.

přepokládá, že cenné papíry budou nabízeny automaticky dalším osobám, je osvobozen od povinnosti vyhotovit prospekt. K tomuto blíže v následující podkapitole týkající se povinnosti vyhotovit prospekt cenného papíru.

Co se tedy týče vymezení konkrétního obsahu a údajů, které musí nabídka obsahovat, aby měl investor dostatečné informace k učinění nabídky a byly tak splněny definiční znaky veřejné nabídky, se nedá podle Holzborna vymezit paušálně.¹⁷¹ Podle sdělení BAW z roku 1999 je například dostačující uveřejnění výzvy k podání nabídek na upsání cenného papíru, pokud je současně sdělen i rámec, v němž se má nabízená cena pohybovat. To znamená, že při tzv. Book-building není nabídka na prodej před začátkem order-taking-period ještě veřejnou nabídkou ve smyslu WpPG, resp. VerkProspG, pokud nebyl sdělen cenový rámec pro nabídky. Nicméně v dřívějších stanoviscích BAW z roku 1996 byly dostačující pouhé výzvy k podání nabídek, aniž byla vyžadována jakákoliv další konkretizace. Teprve druhým upřesněním tedy došlo k vyjasnění tohoto problému a stanovení, že veřejná nabídka je učiněna až tehdy, kdy má investor jasnou možnost nabytí cenného papíru i díky vymezení essentialia negotii, mezi které patří i cenový rámec.

4.2.2.2 Povinnost vyhotovit prospekt cenného papíru

WpPG zakotvuje povinnost vyhotovit prospekt pro všechny cenné papíry, které budou veřejně nabízeny ve Spolkové republice Německo nebo budou přijaty na německý regulovaný trh. WpPG umožňuje rovněž dobrovolné vyhotovení prospektu cenných papírů (§ 1 odst. 3 WpPG).

WpPG rovněž obsahuje četné výjimky, které značně omezují působnost zákona. Assmann/Schilt/Colomb dělí tyto výjimky na ty, které se týkají veřejných nabídek určitých emitentů (§ 1 odst. 2 WpPG), ty, které se týkají jistých druhů nabídek (§ 3

¹⁷¹ HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 83.

odst. 2 WpPG) a dále na ty, které se týkají některých druhů cenných papírů (§ 4 WpPG).

Povinnost vyhotovit a uveřejnit prospekt je mimo jiné vyloučena podle § 3 odst. 2 WpPG v případě nabídky pouze kvalifikovaným investorům, nabídky určené méně než 100 nekvalifikovaných investorů a dále v případě, kdy nejnižší možná investice činí 50.000,- EUR.

Zajímavou otázkou nastíněnou již výše je problém povinnosti vyhotovit prospekt v případě nabízení cenných papírů prostřednictvím finančních prostředníků (Finanzintermediäre).¹⁷² V případě prodeje cenného papíru prostřednictvím tzv. retail cascades se může stát, že emitent samotný cenné papíry na trh prodal v rámci private placement nebo na základě jiné výjimky z povinnosti uveřejnit prospekt stanovené ve WpPG. Pokud ovšem sám emitent již zamýšlel, že cílem private placement bude následný prodej širšímu publiku, má povinnost vyhotovit prospekt, neboť se jedná o veřejnou nabídku. Opačně tedy pokud o tomto nevěděl a nezamýšlel to, nemá povinnost k vypracování prospektu a následně z veřejného nabízení svého cenného papíru nemůže být odpovědný. Následně je pak třeba povinnost k uveřejnění prospektu posuzovat u každého dalšího zcizení cenného papíru. Pokud bylo v rámci emise cenných papírů vytvořeno konsorcium mezi emitentem a dalšími osobami, zpracovávají tyto osoby prospekt společně a každá z těchto osob zapojená do tohoto konsorcia může prospekt dále použít. V takovém případě emitent přebírá odpovědnost za prospekt pro případ veřejné nabídky činěné osobami v rámci uzavřeného konsorcia. CESR se k tomuto tématu vyjádřil tak, že nabyvatel cenného papíru může využít prospekt emitenta k dalšímu veřejnému nabízení cenného papíru jen tehdy, pokud s emitentem spolupracuje (working in association).¹⁷³ Důvodem tohoto je především fakt, že emitent v opačném případě nemůže být odpovědný za to, že v okamžiku následného prodeje, který má charakter veřejné nabídky, jsou údaje v prospektu již neaktuální.

¹⁷² ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 156 a násl.

¹⁷³ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS [online]. 2009 [cit. 2010-10-06]. Frequently asked questions regarding Prospectuses: Common positions agreed by CESR Members. Dostupné z WWW: <http://www.cesr.eu/data/document/09_1148.pdf>. Nr. 56: „Retail cascade offers“.

V rámci revize směrnice č. 2003/71/ES navrhla Komise změnu v tom duchu, že v případě každého dalšího prodeje cenného papíru a v případě konečného umístění na trh v případě finančních prostředníků nebude zapotřebí žádný další prospekt, pokud již je prospekt odpovídající směrnici k dispozici a emitent nebo osoba odpovědná za vyhotovení prospektu s tímto použitím prospektu vyslovila souhlas. Tedy je jasné stanoveno, že nebude třeba vyhotovovat nový prospekt (za předpokladu jeho doplnění formou dodatků, budou-li třeba), na druhé straně ze strany emitenta musí být k tomuto dán jasný souhlas. Tím je dosaženo toho, že i v případě následných prodejů bude zaručeno, že prospekt bude aktuální, neboť buďto bude za něj odpovědný přímo emitent, který s tímto souhlasil, nebo bude třeba vyhotovit prospekt nový, aktuální.

WpPG definuje rovněž pojem osoby činící nabídku, a to v § 2 č. 10, a to tak, že nabízející osobou (Anbieter) je osoba nebo společnost, která cenné papíry veřejně nabízí. Musí se jednat o subjekt, který má na veřejné nabídce aktivní a pozitivní podíl a zároveň má nad ní dostatečnou kontrolu. Tato osoba je pak za veřejnou nabídku odpovědná. Nemusí se však vždy nutně jednat o emitenta. Problematika nabízející osoby je aktuální především v případě sekundárních nabídek, zejména pak hraje roli posouzení subjektu činícího nabídku tehdy, pokud primární nabídka nepodléhala povinnosti vyhotovit a zveřejnit prospekt. Může pak být praktickým problémem, jak se má osoba, která není emitentem, dostat ke všem informacím, které jsou nezbytné pro řádné učinění veřejné nabídky. V případě konsorcií vytvořených mezi emitentem a finančními prostředníky jakožto primárními upisovateli (např. banky) tento problém nenastává, neboť finanční prostředníci uskutečňující pak sami veřejnou nabídku mají smluvně zajištěn přístup ke všem informacím. Pokud jde o výše popsanou problematickou situaci, kdy nabízející osobou je někdo, kdo cenné papíry nabyl v rámci primární emise a chce je dále sekundárním prodejem veřejně nabízet, existuje možnost uzavření dohody s emitentem. Pokud k takovéto dohodě nedojde, není emitent za veřejnou nabídku odpovědný. Pouhá skutečnost, že emitent cenné papíry již jednou na trh uvedl (byť ne veřejnou nabídkou) pro dovození této odpovědnosti nestačí.¹⁷⁴ Postavení emitenta jakožto nabízejícího nelze dovodit ani z toho, že s dalším nabízením

¹⁷⁴ BERRAR, Carsten. Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO. Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7. s. 77.

formou veřejné nabídky musel počítat. Jedinou možností, kdy by tedy odpovědnost emitenta mohla být dovozena, je aktivní spolupráce se subjektem, který později nabídku učiní, a to s cílem tuto nabídku veřejně učinit. V praxi tak emitenti v případě nabídky ve formě private placement zahrnují do podmínek pro jistotu doložky o omezení dalších převodů (selling restrictions), při jejichž porušení má emitent právo na náhradu škody ve formě slibu odškodnění. Nicméně na druhé straně ze skutečnosti, že nedošlo ke sjednání takovéto doložky, nelze dovozovat postavení emitenta jakožto osoby činící nabídku v případě sekundárního prodeje.

4.2.2.3 Obsahové a formální požadavky na prospekt cenného papíru

WpPG umožňuje vyhotovení prospektu jako jednotného dokumentu nebo jako dokumentu skládajícího se ze tří různých částí, a to registračního formuláře, popisu cenného papíru a shrnutí prospektu, což je případ především větších nabídek. Podle § 5 odst. 1 věta 1 WpPG musí prospekt obsahovat především údaje, které se týkají emitenta a veřejně nabízených cenných papírů, aby bylo veřejnosti umožněno učinit si dostatečný úsudek o hodnotě majetku, závazcích, finanční situaci, zisku a ztrátách, budoucích výhledech emitenta i osob poskytujících různé záruky a rovněž o právech spojených s nabízeným cenným papírem. WpPG výslovně vyžaduje, že údaje musí být pravdivé (§ 5 odst. 1 WpPG). Prospekt musí být v každém případě vyhotoven způsobem, aby údaje v něm byly lehce zhodnotitelné a srozumitelné (leicht analysierbar und verständlich). Již samotná forma prospektu musí být taková, aby byla umožněna a ulehčena jeho celková srozumitelnost.

Ohledně obsahových náležitostí prospektu cenného papíru odkazuje WpPG na nařízení Komise o obsahu prospektu. Přitom nařízení Komise o obsahu prospektu upravuje a požaduje nejen specifické obsahové náležitosti, ale rovněž strukturu a formu prezentace prospektu (tedy formální a jazykovou prezentaci předkládaných údajů). WpPG pak výslovně umožňuje, aby některé informace byly poskytnuty pouze formou odkazu na jiné dokumenty, které však musejí být či již byly rovněž schváleny příslušným orgánem dohledu. Prospekt pak musí obsahovat seznam, ze kterého

vyplývá, na kterých místech v prospektu byly použity údaje formou odkazu, o jaké údaje se jedná a na jakém místě, na které se odkazuje, jsou tyto údaje uveřejněny.

Prospekt může být vyhotoven jako jeden celistvý dokument nebo jako dokument skládající se z více separátních dokumentů. V obou případech však souhrn dokumentů musí být celistvý a musí obsahovat všechny údaje, které jsou dostatečné pro kvalifikované posouzení jak emitenta, tak nabízeného cenného papíru. Na druhé straně lze prospekt vyhotovit rovněž ve formě základního prospektu (Basisprospekt), který ještě neobsahuje definitivní podmínky samotné nabídky. Posledně jmenovaný postup je však možný pouze u taxativně vymezených instrumentů.

V případě prospektu, který se dělí do více dokumentů, se jedná o registrační formulář emitenta, popis cenného papíru a shrnutí. Výhodou tohoto postupu je fakt, že po dobu platnosti registračního dokumentu může být na jeho základě provedena nabídka více cenných papírů, kdy se dodatečně schválí pouze dokument týkající se cenného papíru a shrnutí.¹⁷⁵

WpPG obsahuje rovněž zvláštní a separátní požadavek na shrnutí prospektu, kdy shrnutí musí krátce a obecně srozumitelně vyjmenovávat podstatné faktory a rizika, které se vztahují na emitenta, osoby, které se za prospekt zaručily, a rovněž na samotný nabízený cenná papír. Dále musí shrnutí obsahovat určitá upozornění uvedená v § 5 odst. 2 věte 2 WpPG¹⁷⁶.

Podle § 15 odst. 5 věta 2 WpPG musí prospekt rovněž obsahovat veškeré specifické informace, které jsou poskytovány kvalifikovaným investorům nebo některým skupinám investorů, na které je nabídka cílena. Jedná se především o informace sdělované při speciálních marketingových přednáškách (Roadshows) nebo při prezentacích hospodářských výsledků. Především se pak může jednat o jakékoliv

¹⁷⁵ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 42.

¹⁷⁶ Např. že se jedná jen o úvod k prospektu, že jakékoliv rozhodnutí ohledně učinění investice musí být provedeno na základě prověření prospektu jako celku aj.

prognózy a plány. Účelem tohoto ustanovení je zachování rovných možností všech investorů a emitent poté musí veškeré specifické informace sdělené jen některé skupině investorů sdělit a zahrnout rovněž do prospektu. Tato povinnost je samozřejmě velmi náročná z pohledu investora, který musí pečlivě zkoumat, zda informace sdělované mimo prospekt, ať již na prezentacích nebo do médií (např. specializovaných médií), jsou již zahrnuty v prospektu či nikoliv. Je třeba dodat, že WpPG v této souvislosti obdobnou povinnost stanovuje rovněž v případě, že neexistuje povinnost vyhotovit a zveřejnit prospekt (zejména v případě, kdy jde o nabídku pouze kvalifikovaným investorům). WpPG stanoví, že všichni kvalifikovaní investoři musí dostat stejné informace, a pokud je některým investorům řečeno více, musí být i o tomto ostatní investoři následně informováni.

Obecně pak WpPG obsahuje ustanovení, že každá reklama cenného papíru musí být jakožto reklama důsledně označena a musí odkazovat na prospekt, že byl zveřejněn a kde jej lze získat. Informace v reklamním sdělení nesmí být v rozporu s informacemi uvedenými v prospektu, nesmí být nesprávné nebo zavádějící. Obdobně se musí přistupovat k jakýmkoliv šířeným informacím, i když se nejedná přímo o reklamu. I tyto informace nesmějí být zavádějící, nepravdivé nebo v rozporu s obsahem prospektu.

4.2.2.4 Proces schvalování prospektu

Příslušným orgánem pro schvalování prospektu cenných papírů je ve Spolkové republice Německo Spolkový úřad pro dohled nad finančním trhem (Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht; zkráceně BaFin).

BaFin při schvalování prospektu zkoumá pouze jeho úplnost, srozumitelnost a koherentnost, tedy vnitřní soulad a absenci rozporů. Obsah prospektu není předmětem zkoumání, stejně tak nezkoumá BaFin finanční situaci emitenta a BaFin nepřebírá žádnou odpovědnost za správnost údajů v prospektu uvedených. Schválením prospektu tak nemůže být osoba odpovědná za obsah prospektu této odpovědnosti zbavena. Podle Buck-Heeb nelze z textu WpPG dovodit právní nárok na schválení prospektu, ale

odborná literatura tak činí.¹⁷⁷ Rozhodnutí o schválení prospektu musí být osobě, která podala žádost, sděleno do deseti pracovních dní, resp. v některých případech do dvaceti pracovních dní¹⁷⁸ od okamžiku, kdy BaFin obdržel prospekt. Pokud BaFin žádá doplnění některých informací, neboť má za to, že prospekt je neúplný, běží lhůta až od okamžiku jeho doplnění. Na rozdíl od schvalovací procedury dle VerkProspG, WpPG neobsahuje schválení fikcí v případě nečinnosti a nerozhodnutí BaFin.

Pokud mezi okamžikem schválení prospektu a koncem veřejné nabídky dojde k situaci, kdy údaje v prospektu budou neaktuální, neúplné či nepřesné, vzniká povinnost prospekt doplnit (§ 16 odst. 1 věta 1 WpPG). Dodatek k prospektu podléhá rovněž schválení ze strany BaFin, který musí vydat rozhodnutí do sedmi pracovních dní. Investoři, kteří již před uveřejněním dodatku k prospektu učinili úkon k nabytí nebo upsání akcií, mají právo tento úkon odvolat (Wiederruchtsrecht). To nicméně pouze tehdy, pokud již nedošlo k plnění (tedy dodání cenných papírů nebo úhradě kupní ceny). Poté mají možnost svůj úkon odvolat během dvou pracovních dní po zveřejnění dodatku k cennému papíru. Zveřejnění dodatku však nezbavuje osoby odpovědné za obsah prospektu vůči osobám, které již cenné papíry nabyly a nemají již právo od smlouvy odstoupit a úkon odvolat (Wiederrufsrecht) eventuální odpovědnosti za chybné údaje ve znění prospektu před jeho doplněním dodatkem. Je sporné, zda obdobné právo na náhradu škody mohou mít osoby, které měly teoreticky možnost svůj úkon odvolat, ale v dvoudenní lhůtě tak neučinily. Odborná literatura vychází v tomto případě z § 45 odst. 2 č. 4 BörsG, který takovýto nárok investora, který nevyužil svého práva odstoupit (Wiederrufsrecht), vylučuje.¹⁷⁹

WpPG umožňuje rovněž u některých typů cenných papírů vyhotovení základního prospektu (Basisprospekt), který obsahuje sice veškeré údaje o emitentovi a nabízeném cenném papíru, neobsahuje však již konečné podmínky nabídky. Chybějící

¹⁷⁷ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 61.

¹⁷⁸ Jde o případy, kdy se schvaluje prospekt emitenta, jeho cenné papíry nejsou obchodovány na žádném regulovaném trhu v EU nebo o případ, kdy emitent prozatím nenabízel veřejně žádné cenné papíry.

¹⁷⁹ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 62.

údaje je třeba následně doplnit postupem obdobným pro dodatek k prospektu. Formálně se však nejedná o dodatek, ale spolu se základním prospektem jde o jednotný dokument.

Doba platnosti prospektu je omezena na dvanáct měsíců a poté nelze již daný cenný papír veřejně nabízet. WpPG umožňuje, aby prospekt byl prodloužen formou dodatkování tohoto již schváleného a neplatného prospektu, přičemž příslušné dodatky musejí být schváleny ze strany BaFin (§ 9 odst. 1 WpPG). V případě, že jsou cenné papíry emitenta obchodovány na regulovaném trhu, musí emitent alespoň jednou ročně předkládat veřejnosti informační dokument, který obsahuje náležitosti uvedené v § 10 WpPG. Přitom dodatky prospektu mohou výslovně dle znění § 11 WpPG odkazovat právě na tento informační dokument dle § 10 WpPG.

Po schválení prospektu je třeba jej uložit u BaFin a bezprostředně poté zveřejnit, a to nejpozději jeden den před zahájením veřejné nabídky cenného papíru. Obdobně se postupuje i tehdy, pokud jsou cenné papíry nabízeny bez veřejné nabídky (§ 14 odst. 1 WpPG). Prospekt nesmí být v žádném případě uveřejněn před dnem jeho schválení, WpPG však umožňuje v případě reklamy na nabízený cenný papír, která je zadána před uveřejněním prospektu, aby tato reklama byla zadána, ale musí již odkazovat na skutečnost, že prospekt byl uveřejněn a kde je možné jej získat¹⁸⁰. Způsob uveřejnění je stanoven obdobně jako v ZPKT, tedy primárně v jednom nebo více hospodářských novinách nebo deníku a zároveň v tištěné formě, nebo na internetových stránkách emitenta a jiných zainteresovaných subjektů. Přímou z textu zákona nevyplývá možnost volby jednoho ze způsobů uveřejnění uvedených v zákoně. Podle literatury a důvodové zprávy k WpPG však jde o právo volby (Wahlrecht) jednoho z předpokládaných způsobů uveřejnění.¹⁸¹

¹⁸⁰ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 28.

¹⁸¹ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 387.

WpPG dále upravuje povinnosti při reklamních sděleních týkajících se veřejné nabídky, a to v § 15. Dřívější návrh směrnice č. 2003/71/ES zakotvoval povinnost veškerá sdělení, inzeráty a brožury ohledně cenného papíru předkládat orgánu dohledu k prověření. Nicméně tento návrh byl ihned v počátcích zamítnut jakožto nepřiměřený.¹⁸²

Pojem reklamy je definován v čl. 2 písm. 9 nařízení Komise č. 809/2004/ES o prospektu jakožto sdělení, kterými se odkazuje na určitou veřejnou nabídku cenných papírů nebo na jejich přijetí k obchodování na regulovaném trhu a zároveň vyzývají k možnému nabytí nebo upsání tohoto cenného papíru. Investora lze tedy přimět na základě této reklamy k nabytí tohoto cenného papíru. Ustanovení o reklamě dle § 15 WpPG se vztahují primárně na situace, kdy je dána povinnost k vyhotovení a uveřejnění prospektu cenného papíru. Sekundárně pak § 15 odst. 5 WpPG obsahuje i úpravu pro situaci, kdy se prospekt nevyhotovuje. V takovémto případě, kdy je například nabídka činná omezenému okruhu osob nebo kvalifikovaným investorům, musí být všem poskytnuty např. v rámci odborných seminářů stejné informace. Platí zde tedy zásada rovného zacházení (Gleichbehandlungsgrundsatz).

Základním požadavkem je, že reklama musí být jakožto reklama jasně identifikovatelná a musí obsahovat odkaz, že byl uveřejněn prospekt a kde je tento prospekt dostupný. Ohledně obsahu WpPG stanoví, že tento nesmí být zavádějící nebo nepřesný a nesmí odporovat údajům uvedeným v prospektu. Za zavádějící se považují takové údaje, které vzbuzují falešné představy o cenném papíru a nabídce.¹⁸³ Podobná pravidla se vztahují rovněž na jakékoliv sdělení a informace, které jsou šířeny v souvislosti s prospektem nebo veřejnou nabídkou, ačkoliv nejsou přímo reklamou. I tyto informace musejí být v souladu s údaji uvedenými v prospektu. Pokud BaFin shledá, že některé z těchto ustanovení je porušováno, může zakázat reklamu až na deset po sobě jdoucích dní. BaFin může rovněž reklamu zakázat úplně, pokud je tato reklama

¹⁸² HOLZBORN, Timo; HOLGER, Alfes. Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften; Kommentar . Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co. , 2008. ISBN 978-3-503-11011-7. s. 778.

¹⁸³ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 45.

schopna uvádět investory v omyl ohledně rozsahu prověřování prospektu nebo jeho dodatků, ovšem před tím musí vyslechnout k dané věci zástupce příslušných obchodních sdružení a sdružení na ochranu spotřebitelů (§ 15 odst. 6 WpPG).

Je třeba mít rovněž na zřeteli, že ustanovení čl. 34 nařízení Komise č. 809/2004 o prospektu obsahuje seznam osmnácti médií, kterými lze reklamu provádět.

4.2.3 Německý zákon o prodejním prospektu (Verkaufprospektgesetz)

Tento zákon schválený v roce 1990 původně upravoval celou materii veřejné nabídky cenných papírů. Tento zákon vnesl do německého práva poprvé legální povinnosti spojené s veřejnou nabídkou a zakotvil povinnosti týkající se publicity formou prospektu. Jedním z cílů vysloveným přímo v zákoně bylo zajistit transparentnost na trhu s cennými papíry za účelem ochrany investorů.

V souvislosti s přijetím směrnice č. 2003/71/ES jejím promítnutím do německého práva došlo k vyčlenění podmínek veřejné nabídky cenných papírů do separátního zákona, tedy do WpPG. VerkProspG nadále vymezuje svou působnost v § 8f odst. 1 tak, že se vztahuje na veřejné nabídky majetkových podílů (Vermögensanlagen), svěřeneckých majetkových podílů (Treuhandvermögen) nebo na podíly různých uzavřených fondů, které nejsou cennými papíry ve smyslu WpPG. Tyto instrumenty přitom před novelou VerkProspG v roce 2004 upraveny nebyly a jsou tedy relativní novinkou.

Ustanovení VerkProspG ohledně odpovědnosti za chybný prospekt a za neexistenci prospektu (§ 13 a § 13a VerkProspG) se aplikují i na veřejnou nabídku cenných papírů, resp. na cenné papíry ve smyslu WpPG. Vzhledem k tomu, že se nejedná v tomto případě o implementaci evropské směrnice, nemusí být tento předpis

vykládán v souladu s evropským právem.¹⁸⁴ Významným výkladovým materiálem je v případě VerkProspG výkladové stanovisko BaFin.¹⁸⁵

4.2.3.1 Pojem veřejné nabídky dle VerkProspG

Ve smyslu VerkProspG je nabídka veřejnou tehdy, pokud se nabídka nebo reklama k ní vztahující, směřuje na neomezený okruh osob. Veřejnou nabídku je tedy v tomto případě nutné striktně odlišovat od nabídek private placement (Privatplazierung). Pojem veřejné nabídky je dle Assmanna/Schlitta/Colomba dobře pochopitelný na pochopení záměru emitenta podílů, které spadají pod VerkProspG.¹⁸⁶ Emise těchto podílů umožňuje emitentovi uskutečnit nějaký podnikatelský projekt., který by bez získání dalších finančních prostředků nebyl realizovatelný. Emitent tedy musí tyto majetkové podíly dostat na trh, a to cíleně vůči třetím osobám jakožto potenciálním nabyvatelům těchto podílů – a tedy poskytovatelů kapitálu. Tito potenciální nabyvatelé majetkových podílů spadají pod pojem investorů. Investor je přitom osobou, která se přímo či nepřímo při zapojení veřejného kapitálového trhu podílí na podniku nebo nějakém majetku. Přitom musí jít o podíl čistě investiční a s výjimkou možných daňových důvodů není cílem investora, aby byl považován za vlastníka či samotného podnikatele v rámci daného podniku. V německé praxi to pak znamená, že v úvahu přicházejí komanditní společnosti nebo jiné podíly umožňující participaci na zisku či užitku (Genussrechtsbeteiligungen), kde je vliv na řízení podniku velmi omezen.

Obsah veřejné nabídky nelze ani v VerkProspG přirovnat pojmu nabídky ve smyslu obecného civilního práva. Navíc stejně jako u WpPG je účelem zákona především zajištění dostatečné informovanosti investorů, a to před tím než dojde k nabytí cenných papírů. Proto je třeba vykládat pojem šířeji než je obecný pojem offertý. Za nabídku pak tedy může být považována situace, kdy jsou uveřejněny odkazy

¹⁸⁴ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 64.

¹⁸⁵ Online www.bafin.de/verkaufsprospekte/auslegungsschreiben.htm

¹⁸⁶ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-40099-6. s. 1095.

v elektronických médiích, které nějak souvisejí s možností nabýt cenný papír, a to například pouhým odkazem na internetové stránky, kde jsou k dispozici dokumenty k úpisu nebo koupi daného podílu. Co se týče pojmu veřejnosti, je třeba vycházet spíše s negativního vymezení, tedy z toho, co není veřejné. Zde je třeba vzít v úvahu především účel zákona, kterým je ochrana investorů. Podle toho lze říci, že neveřejnou nabídkou bude taková nabídka, kdy investor na základě svých znalostí nebo možnosti lehkého získání těchto nutných informací pro učinění investičního rozhodnutí, nepotřebuje ochranu ve formě poskytnutí informací v rozsahu prospektu.¹⁸⁷

Smyslem VerkProspG bylo tedy rozšířit povinnosti k veřejné nabídce cenných papírů rovněž na instituty a nabídky investic, které nejsou pokryty WpPG a BörsG. Zákon neobsahuje obecné vymezení dotčených instrumentů, ale tyto přímo vyjmenovává ve svém § 8f. Jedná se podíly na podniku (Unternehmensanteile) včetně podílů na osobních společnostech, společnostech s ručením omezeným nebo ve formě tichého společenství, dále podíly na svěřeneckém majetku a podíly na uzavřených fondech. Zákon dále obsahuje v § 8f odst. 2 četné výjimky, na které se povinnosti dle VerkProspG nevztahují. Dle Buck-Heeb jde zejména o takové nabídky a instrumenty, které jsou svou povahou dostatečně bezpečné pro investory a jejichž podřazení pod režim VerkProspG by zbytečně ztížil jejich dostupnost na trhu.¹⁸⁸ Nelze tedy říci, že nabídka učiněná přes internet není veřejnou, pokud se na stránku, kterou obsahuje, může přihlásit pouze ten, kdo má speciální přístupová hesla, ačkoliv tato hesla může získat kdokoliv, kdo si o ně požádá.

4.2.3.2 Obsah prospektu dle VerkProspG

Obsah prospektu je upraven v § 8g VerkProspG, přičemž před uveřejněním musí být uložen u BaFin a zároveň nesmí být jeho uveřejnění ze strany BaFin zakázáno. Stejně jako u prověřování prospektu dle WpPG, BaFin zkoumá pouze úplnost

¹⁸⁷ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1097.

¹⁸⁸ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 64.

prospektu, a nikoliv jeho správnost. Prospekt musí být uveřejněn nejpozději jeden den před učiněním nabídky, přičemž VerkProspG umožňuje pouze dva způsoby jeho uveřejnění, a to v burzovním věstníku (Börsenpflichtblatt) nebo formou brožury dostupné bezplatně investorům (Schalterpublizität) ovšem s tím, že v burzovním věstníku musí být uveřejněno, kde tento prospekt mohou obdržet. VerkProspG nepředpokládá možnost uveřejnění prospektu online na internetu.

Shodně s WpPG umožňuje VerkProspG rovněž uveřejnění základního neúplného prospektu a rovněž stanoví povinnost vyhotovování dodatků k prospektu.

Buck-Heeb zmiňuje rozdílné odborné názory ohledně vztahu odpovědnosti za neúplný, nesprávný nebo chybějící prospekt upravené na jedné straně v VerkProspG a BörsG a dále odpovědností dle obecného občanského práva, podle kterého se odpovědnost v těchto situacích posuzovala bez dalšího před rokem 2004, kdy byl přijat zákon o zlepšení ochrany investorů (Anlegerschutzverbesserungsgesetz), který právě zavedl speciální odpovědnost v VerkProspG a BörsG.¹⁸⁹ Jádrem sporu je především to, že odpovědnost podle obecného občanského práva je mnohem širší, kdy postačí např. pouhá nedbalost, subjektivní promlčecí lhůta činí tři roky a objektivní deset resp. třicet let. Dále lze podle obecného občanského práva dovodit odpovědnost rovněž jiných osob než emitenta, a to např. i znalců, kteří se pozitivně vyjadřovali ohledně investice a působili tak na rozhodování investorů. Oproti tomu úprava dle VerkProspG a BörsG vyžaduje dle § 45 BörsG až hrubou nedbalost (hrobe Fahrlässigkeit) a promlčecí lhůta činí jeden - v případě subjektivní - a tři v případě objektivní doby. Jeden z názorů vychází tedy doslovně ze znění VerkProspG a BörsG s odůvodněním, že účelem bylo zjednodušit celý proces veřejné nabídky¹⁹⁰. Druhý názor naopak argumentuje smyslem celého zákona na zlepšení ochrany investorů, kdy připuštění vyloučení možnosti aplikace obecné občansko-právní odpovědnosti v případě prospektů by znamenalo fakticky zhoršení ochrany investorů.¹⁹¹

¹⁸⁹ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 66.

¹⁹⁰ Buck-Heeb odkazuje ohledně tohoto názoru na komentáře k BGB Palandt/Heinrichs. 69. Aufl., 2010, § 250 BGB, Rn 54a; dále na komentář k AG Assmann, AG 2004

¹⁹¹ Ohledně tohoto názoru odkazuje Buck-Heeb na komentář MünchKomm/Emmerich, 5. Aufl., 2007, § 311 BGB Rn 189; Zimmer/Binder, WM 2005, 577, 579 ff; Erman/Kindl, 12. Aufl., 2008, § 311 Rn 53.

4.2.3.3 Regulované druhy investic dle VerkProspG

Co se týče instrumentů a druhů investic, které VerkProspG chrání, jak již výše zmíněno, jsou vyloučeny všechny instrumenty podléhající WpPG. Ochrana povinností publicity, tedy povinností vyhotovit a zveřejnit prospekt, je tak velmi významně rozšířena oproti úpravě v českém právu. Vzhledem k tomu, že se jedná v některých případech o specifické instrumenty a rovněž takové, které mohou být předmětem obchodu i na českém trhu, považují za vhodné se jim blíže věnovat. To rovněž z toho důvodu, že vztažení povinností k vyhotovení a uveřejnění prospektu u těchto instrumentů může být bezpochyby dobrým vzorem pro českou úpravu *de lege ferenda*.

Působnost VerkProspG je vymezena především negativně pojmem cenného papíru ve smyslu WpPG (viz k tomu výše v kapitole 4.2.3 této práce). V německé literatuře probíhaly diskuze o tom, zda podíly na uzavřených fondech mohou být posuzovány jakožto cenné papíry ve smyslu MiFID.¹⁹² Německé právo se rozhodlo pro cestu, kdy těmto podílům status cenného papíru nepřiznává. Možnost srovnání s akcemi by byla možné pouze tehdy, pokud by bylo splněno kritérium převoditelnosti a možnosti přímé dispozice s takovýmto podílem. Materializace práva k podílu na uzavřeném fondu by musela být podle Assmanna/Schlitta/Colomba alespoň v takové intenzitě a výši, kdy by bylo umožněno nabytí takovéhoho instrumentu v dobré víře, jak je tomu obecně u nabytí listiny mající charakter cenného papíru. Tímto se podíly na uzavřených fondech dostávají mimo možnost obchodovatelnosti na kapitálovém trhu, a nemohou proto splňovat jeden z definičních znaků pojmu cenný papír dle WpPG. Nicméně existují i názory, že tyto podíly musí být vykládány v souladu s evropským právem, které vyžaduje toliko, aby daný instrument mohl být na kapitálovém trhu obchodován, což podle těchto názorů není vyloučeno.¹⁹³ Assmann/Schlitt/Colomg se

¹⁹² ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1102.

¹⁹³ MÖLERS, Thomas, et al. *Jura.uni-augsburg.de* [online]. 2009. Schriftliche Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung in Berlin am 7.3.2007 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung BT-Drucks. . Dostupné z WWW: <http://www.jura.uni->

však přiklání k názoru vyjádřenému rovněž německým zákonodárcem, že podíly nejsou cenným papírem ve smyslu MiFID, a tedy ani WpPG. K tomu uvádějí, že podíly na uzavřených fondech sice mohou vykazovat znaky cenného papíru, zejména pokud jsou představovány podíly na osobních společnostech. Přitom evropský zákonodárce úpravou v MiFID zamýšlel zahrnout obecně jakékoliv obchodní společnosti s kapitálovou strukturou, aniž by byla zohledňována specifika týkající se omezení ručení. Nicméně podíly na uzavřených fondech nepředstavují zvláštní kategorii majetkových podílů, která by především na sekundárním trhu měla zvláštní možnosti oběhu. Přitom možnost obchodovatelnosti daného instrumentu ve smyslu MiFID dle jejich názoru není vymezena pouze čistě právně-technickou možností převodu instrumentu, ale musí se jednat o převoditelnost, která je srovnatelná s převoditelností tradičních instrumentů kapitálového trhu. Takovéto instrumenty jsou pak velmi standardizované a formou podobné, a jsou tak dobře určeny k masovému a jasnému uskutečňování obchodů s nimi. Toto však podle Assmanna/Schlitta/Colomba není případ podílů na uzavřených fondech.¹⁹⁴ Navíc v některých případech převod podílů na některých společnostech vyžaduje ke své účinnosti souhlas orgánů této společnosti, resp. jejích ostatních společníků. Tedy převoditelnost a obchodovatelnost takovýchto podílů je velmi omezena a nutnost souhlasu představuje její zřejmou překážku. Navíc dle Assmanna/Schlitta/Colomba je obvyklé, že každý podíl může mít zcela odlišný obsah, a to i na jednom fondu, když práva a povinnosti v případě uzavřených fondů mohou být vymezena individuálně.

Tím je zřejmé, že podíly jako takové nemohou dle převažujících názorů a v souvislosti s konformním EU-výkladem představovat cenný papír ve smyslu směrnice č. 2003/71/ES. Nicméně jednou z kategorií spadajících právě mimo rámec WpPG kvůli vymezení působnosti VerkProspG, jsou právě podíly na zisku a výsledku podniku (§ 8f

augzburg.de/fakultaet/lehrstuhle/moellers//materialien/materialdateien/040_deutsche:gesetzgebungsgeschichte/FRUG/finanzmarkt_richtlinie_umsetzung_pdf/FRUG_Stellungnahme:Moellers:Weichert:Weninger_19_02_2007.pdf. In: ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V.

Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-40099-6. s. 1103. poznámka pod čarou č. 1.

¹⁹⁴ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-40099-6. s. 1103.

odst. 1 věta 1 VerkProspG). Jakožto podnik je označována v této souvislosti jakákoliv plánovaná, organizovaná a právně vymezená hospodářská jednotka, která produkuje a prodává služby či zboží za účelem dosažení příjmu, resp. zisku.¹⁹⁵ Jakékoliv podíly nabízené třetím osobám, které zaručují jakýkoliv podíl na tomto příjmu (zisku), pak spadají pod definici VerkProspG. Mezi takovéto podíly pak patří podíly na osobních společnostech, na společnostech s ručením omezeným, společnostech dle německého občanského zákoníku (BGB-Gesellschaften), na družstvech, tichá společenství na těchto společnostech nebo na vymezených majetkových celcích těchto společností a rovněž podíly na cizích podnicích v jiných právních formách.

Rozhodujícím hlediskem není ani doba trvání investice a závazku investora, přičemž je spíše pravidlem u těchto druhů investic, že bude trvat delší dobu. Nicméně i krátkodobé investice v tomto ohledu nejsou vyloučeny a musejí podléhat stejným povinnostem.

Zvláštní kategorií zařazovanou rovněž pod pojem podíl na zisku podniku jsou práva na plody (užitky) podniku (Genussrechten). Platby za tato práva jsou v případě akciové společnosti dokonce považovány za vlastní kapitál společnosti (§ 221 odst. 3 a 4 AktG), nebo v jejich rámci může vzniknout právo podíl na likvidačním zůstatku (§ 8 odst. 3 věta 2. KStG). Představují tak podíl na zisku sui generis. Práva na užitky jsou považována za dlouhodobé závazky, které opravňují k opakujícím se plněním. Nepředstavují žádná práva na společnosti, ale jsou vázána pouze na peněžní plnění. Svou povahou se mohou blížit dluhopisům, ovšem dle konkrétního ujednání mohou mít i podobu více připomínající podíl a postavení společníka. Nicméně pro podřazení těchto práv pod režim VerkProspG mluví především účel zákona, podle kterého je třeba poskytnout ochranu všem investicím, kdy se investor svým kapitálem podílí na podniku a sdílí tak možná rizika vyplývající z jeho podnikání. Emisí těchto práv k užítku dochází k naplnění podmínek VerkProspG. Assmann/Schlitt/Colomb jsou toho názoru, že je třeba hodnotit jednotlivá práva k užítku individuálně. Pokud je součástí konceptu

¹⁹⁵ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1104.

rovněž možnost podílet se na ztrátě, pak by se jednalo o konstrukci podobnou tichému společenství. V případě zakotvení pevného nároku na výplatu se jedná spíše o půjčku. První případ by poté spadl pod aplikaci VerkProspG, zatímco druhý nikoliv.¹⁹⁶

Další skupinou investic spadajících do působnosti VerkProspG jsou podíly na majetku, který spravuje emitent nebo třetí osoba vlastním jménem na účet druhých. V tomto případě se tedy jedná o situaci vymezenou německým právem jako svěřenská správa (Treuhandvermögen). Rozhodující je dle důvodové zprávy posouzení povahy spravovaného majetku. Přitom se může jednat o správu konkrétních majetkových hodnot, ke kterým byly určeny prostředky poskytnuté investorem nebo z práv, např. obchodních podílů, jejímž prostřednictvím je majetek třetí osobou spravován. Přitom BaFIN přijal stanovisko, podle kterého je třeba pod VerkProspG zahrnout všechny druhy svěřenské správy (Treuhand), tedy tzv. pravou svěřenkou správu (echter Treuhand), kdy je správce přímo právně vlastníkem daného majetku, a rovněž i nepravou nebo správcovskou svěřenkou správu (unechter Treuhand nebo Verwaltungstreuhand), kdy má správce toliko právo daný majetkem spravovat.

Poslední skupinou spadající pod VerkProspG jsou pak tzv. podíly na ostatních uzavřených fondech. Assmann/Schlitt/Colomb uvádějí, že pojem uzavřené fondy (geschlossene Fonds) je pouhým obecným souhrnným označením různých forem investic do finančně náročných hospodářských objektů.¹⁹⁷ Obecně se podobné modely používají při podílu na osobních společnostech založených k financování různých záměrů, jako nákup lodí, nemovitostí, medií nebo v poslední době investic do obnovitelných zdrojů energie. Pojem uzavřený fond proto nelze velmi jasně vymezit. Východiskem pro stanovení parametrů k posouzení, zda daný model pod tento pojem zapadá, je posouzení projektu takového modelu. Dochází přitom spíše k investici do jednoho konkrétního cíle, a tak nepřichází v úvahu investování ve formě diverzifikace

¹⁹⁶ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1111.

¹⁹⁷ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1116.

rizika. Přitom by nemělo být ani rozhodující, zda je investiční objekt zvolen před nebo až po nashromáždění kapitálu od investorů. Z povahy takovýchto modelů pak vyplývá, že pokud se nashromáždí dostatečný kapitál, jsou možnosti emise vyčerpány a další investoři již do modelu nevstupují. Přitom podmínky těchto uzavřených fondů zpravidla nepředpokládají možnost zpětné výplaty vložených prostředků. Investice je tak zjevně dlouhodobá a zaměřená spíše na využití daného předmětu investice. Přitom obchodování s podíly není dobře možné, protože neexistuje žádný trh, kde by se podíly tohoto typu obchodovaly. Ačkoliv není vyloučeno, že podílník vyhledá kupce a svůj podíl prodá. V tomto tedy spočívá zásadní rozdíl od otevřeného fondu, kde ze zákona přísluší investorovi právo na výplatu jeho podílu vůči samotnému fondu.

Na závěr je třeba zmínit, že VerkProspG obsahuje výjimky obdobné výjimkám v WpPG, kdy povinnostem nepodléhají nabídky, které jsou cílené na specifické investory nebo mají specifický rozsah. Tedy např. jsou vyňaty nabídky méně jak 20 podílů, nebo pokud během 12 měsíců nabízené podíly nepřesáhnou 100.000,- EUR nebo pokud nejnižší investice jednoho investora činí 200.000,- EUR.

4.2.4 Odpovědnost při veřejné nabídce dle německého práva

Jak již bylo nastíněno výše, odpovědnost ohledně veřejné nabídky a povinností týkajících se prospektu, je upravena na více místech a je teorií velmi kritizována, neboť je z tohoto důvodu velmi nepřehledná. Základní ustanovení obsahuje BörsG, dále VerkProspG a v neposlední řadě rovněž WpPG, zde ovšem jen formou odkazů na další dva zákony. Především BörsG obsahuje většinu pravidel odpovědnosti osob činících a zainteresovaných na veřejné nabídce.

Assmann/Schlitt/Colomb systematicky rozděluje odpovědnost dle jednotlivých druhů cenných papírů (resp. instrumentů) následovně:¹⁹⁸

¹⁹⁸ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 46.

- Odpovědnost za chybné prospekty, které se týkají cenných papírů schválených k obchodování na regulovaném trhu a podléhají dle WpPG povinnosti vyhotovit prospekt, se řídí §§ 44-47 BörsG;
- Odpovědnost za chybné prospekty, které se týkají cenných papírů, které nejsou obchodovány na regulovaném trhu, ale jsou veřejně nabízeny ve Spolkové republice Německo, se řídí §13 VerkProspG, který ovšem s výjimkou některých modifikací (viz k tomu níže), odkazuje opětovně na §§ 44-47 BörsG;
- Odpovědnost nevyhotovení prospektu ohledně cenných papírů, které nejsou obchodovány na regulovaném trhu a přitom však podle WpPG podléhají povinnosti vyhotovit prospekt, se řídí ustanovením § 13a VerkProspG; ohledně cenných papírů, které jsou obchodovány na regulovaném trhu, obdobná úprava odpovědnosti chybí, neboť se předpokládá, že takovéto cenné papíry musí mít vždy schválený prospekt, jinak by na burze nemohly být obchodovány.

Jak z výše uvedeného vyplývá, dochází tak ke zbytečné dualistické linii u odpovědnosti ohledně cenných papírů dle toho, zda jsou či nejsou obchodovány na regulovaném trhu, přičemž v konečném důsledku se tato odpovědnost řídí stejnými ustanoveními BörsG pouze s minimálními modifikace pro cenné papíry na regulovaném trhu neobchodované. Přitom tyto modifikace nejsou plně odvodněné.

4.2.4.1 Odpovědnost podle zákona o bankách (BörsG) a podle zákona o prospektu (WpPG)

Samotný WpPG obsahuje především ve svém § 30 výčet sankcí a pokut za jednotlivá jednání. Pokud nebyl prospekt uveřejněn vůbec, může BaFin veřejnou nabídku zakázat (§ 21 odst. 4 věta 1 WpPG). Pokud BaFin zjistí podstatné obsahové nedostatky a nepřesnosti v prospektu, může veřejnou nabídku pozastavit. Pokud tyto nedostatky přetrvávají, může svůj souhlas s prospektem odvolat a veřejnou nabídku zakázat.

BörsG obsahuje v §§ 44 a násl. úpravu odpovědnosti pouze ohledně cenných papírů přijatých k obchodování na regulovaném trhu. Odpovědnost se může vztahovat

pouze k tzv. přijímacímu prospektu (Zulassungsprospekt), tedy k prospektu, na jehož základě došlo k přijetí cenného papíru k obchodování na regulovaném trhu dle BörsG bez ohledu na to, zda byl tento prospekt schválen BaFin dle WpPG nebo nikoliv. Tato odpovědnost však nezahrnuje jakákoliv jiná sdělení týkající se daného cenného papíru. V tomto případě by se uplatnila obecná odpovědnost civilního práva.

Aby došlo k realizaci pravidel o odpovědnosti dle BörsG, musí se jednat o vadný prospekt (fehlerhafter Prospekt). Prospekt musí být tedy nesprávný nebo neúplný. Přitom za nesprávný prospekt Buck-Heeb označuje takový, který obsahem neodpovídá skutečnosti. Neúplnost považuje pak za podkategorii pojmu nesprávnost, neboť skutečnost, že prospekt je neúplný, jej činí automaticky i nesprávným a neodpovídajícím skutečnosti. Úplný je prospekt tehdy, pokud obsahuje veškeré náležitosti a informace obsažené v § 7 WpPG, resp. údaje dle nařízení ES o prospektu. Roli při posouzení nesprávnosti prospektu nehraje ani to, zda byl schválen ze strany BaFin, neboť ta provádí pouze formální kontrolu prospektu, nikoliv jeho správnost. Podle většinového názoru je třeba pod pojmem „údaje v prospektu“ rozumět nikoliv pouze tvrzené skutečnosti, ale i prognózy a hodnocení ceny nabízeného instrumentu. Podle judikatury německých soudů je pak třeba při hodnocení úplnosti a správnosti prospektu vycházet z hlediska pozorného čtenáře a průměrného investora.

Ovšem ne každé chybné nebo nepřesné informace vedou automaticky k odpovědnosti. Především musí být totiž splněn obecný předpoklad, že chybějící či vadné údaje jsou podstatné pro posouzení investice do cenného papíru event. jiného instrumentu dle VerkProspG. Za podstatné jsou potom v souladu s cílem WpPG a VerkProspG, kterým je poskytnout investorům dostatečné informace a popis rizik nezbytné k tomu, aby investice byla transparentní, považovány takové skutečnosti, které objektivně náležejí k faktorům ovlivňujícím hodnotu investice, a které je schopen průměrný a znalý investor posoudit¹⁹⁹. K tomu patří pak i údaje o poplatcích a

¹⁹⁹ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1285.

nákladech, které mohou konečný výnos ovlivnit a mít tedy rovněž vliv na rozhodnutí investora.

Nepřesnost je pak třeba spatřovat tehdy, pokud prospekt obsahuje informace, které neodpovídají skutečným okolnostem v okamžik vyhotovení prospektu. Prognózy, názory a odhady ohledně ceny jsou považovány za nepřesné, pokud nejsou dostatečně opřené o skutečnosti a nejsou činěny s dostatečným obchodním vědomím a odpovědností.²⁰⁰ Německá judikatura dovodila nepřesnost prospektu např. tehdy, kdy byl podnik označen za „koupený“, ačkoliv nebyla zatím uzavřena kupní smlouva²⁰¹; nebo bylo deklarováno nabytí majetku, ačkoliv ještě neproběhl zápisu v příslušné pozemkové evidenci (Grundbuch)²⁰², vzbuzení dojmu, že záměr je naplánovaný a propočítaný, ačkoliv existovaly skutečnosti a okolnosti, které napovídaly tomu, že cíl dané smlouvy bude ohrožen²⁰³, tvrzení, které mělo vzbudit dojem, že splacením na zvláštní účet advokáta je zajištěno použití těchto prostředků na deklarovaný účel, ačkoliv skutečně tomu tak nebylo²⁰⁴, údaje o použití získaných prostředků, kdy chyběla informace, že část získaných prostředků bude náležet iniciátorům veřejné nabídky a nebude tak použita plně na zamýšlenou investici²⁰⁵ nebo zavádějící informace o výši interních provizí²⁰⁶.

Obdobně je poté nahlíženo na nedostatek prospektu z důvodu neúplnosti. Rovněž jako u nepřesnosti se jedná o situaci, kdy chybějí údaje nebo informace, které jsou objektivně důležité pro posouzení všech faktorů investice. Německá judikatura považuje především za nedostatek v tomto smyslu situaci, kdy chybějí údaje o kapitálových a osobních vazbách, dále informace o zvláštních výhodách některých blízkých osob nebo informace o hrozících soudních žalobách. Spolkový soud rovněž v rozhodnutí ze dne 14.1.2008 shledal vadu prospektu za situace, kdy prospekt

²⁰⁰ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1286.

²⁰¹ Rozhodnutí BGH ze dne 24.4.1978 – II ZR 172/76

²⁰² Rozhodnutí BGH ze dne 28.9.1992 – II ZR 224/91

²⁰³ Rozhodnutí BGH ze dne 86.10.1980 – II ZR 60/80

²⁰⁴ Rozhodnutí BGH ze dne 21.11.1983 – II ZR 27/83

²⁰⁵ Rozhodnutí BGH ze dne 29.5.2000 – II ZR 280/98

²⁰⁶ Rozhodnutí BGH ze dne 12.2.2004 – III ZR 359/02

obsahoval posudek o možných docílených výnosech investice (v posuzovaném případě šlo o tři posudky o účinnosti větru v rámci posouzení projektu větrných elektráren), ovšem již bylo zamlčeno, že znalci doporučili z těchto čísel odečíst jako rezervu určité hodnoty (v tomto případě tak učinili všichni tři zainteresovaní znalci). Investoři tak byli uvedeni v omyl, když dovozovali rentabilitu daného projektu a celé své investice podle těchto posudků.²⁰⁷

V souladu s WpPG lze dovodit, že prospekt bude chybným rovněž tehdy, pokud se po jeho zveřejnění změní okolnosti. Tedy i v situaci, kdy v době schválení a zveřejnění byl prospekt bezchybný. WpPG totiž stanoví náležitosti prospektu tak, aby obsahovaly všechny podstatné skutečnosti. Podle § 16 odst. 1 věta 1. WpPG pak musí být v případě nových okolností vyhotoven dodatek k prospektu. Zákonem je tak dána povinnost k aktualizaci prospektu, za předpokladu, že tato změna nastala před ukončením veřejné nabídky a za doby platnosti prospektu (Aktualisierungspflicht).

Prospekt je však nutné posuzovat vždy jakožto celek a vnímat při jeho posouzení a případných vadách rovněž celkový dojem prospektu, především s ohledem na majetkové a výnosové předpoklady investice a emitenta. Proto je třeba považovat za vadný prospekt i takový, který pouze svým celkovým dojmem je schopen vzbudit nepřiměřená očekávání a potlačit možná rizika, ačkoliv toto neodpovídá skutečnosti. Kontrola celistvosti prospektu tedy vyžaduje nikoliv pouze kontrolu jednotlivých údajů, ale možnost pochopení obsahu pro průměrného investora, přičemž informace musí být podány srozumitelně a musí být v textu jasně rozpoznatelné. To musí platit zejména o různých závěrech o očekávaném budoucím vývoji situace emitenta a celé investice.²⁰⁸

Okruh osob odpovědných za prospekt je stanoven velmi široce (Prospektverantwortlicher) a jsou jím kromě emitenta rovněž osoby podílející se na přípravě a vydání prospektu. Zákon přímo uvádí, že jde o osoby, „od nichž samotný

²⁰⁷ Rozhodnutí BGH ze dne 14.1.2008 – II ZR 85/07

²⁰⁸ ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-400999-6. s. 1292.

prospekt pochází ²⁰⁹. Odpovědnými osobami tedy jsou rovněž tzv. osoby stojící v pozadí (Hintermänner). To mohou být jak právnické, tak fyzické osoby, které stojí za prospektem. Tyto osoby jsou odpovědné společně a nerozdílně.

Osobou, která může práva z odpovědnosti uplatňovat, může být toliko ten, kdo nabytí cenné papíry po zveřejnění prospektu cenného papíru, a sice ve lhůtě šesti měsíců od uveřejnění. Nabytí muselo být úplatné a muselo proběhnout ve Spolkové republice Německo nebo došlo k nabytí na základě služeb souvisejících s nabytím cenného papíru poskytnutých ve Spolkové republice Německo. Jako poslední podmínku vzniku odpovědnosti uvádí Buck-Heeb kauzální nexus mezi chybným prospektem a nabytím tohoto cenného prospektu. Zajímavostí zde je, že důkazní břemeno o tom, že investor a osoba požadující náhradu škody nabytá cenné papíry nikoliv na základě prospektu, ale např. rady od přítele, nese osoba, která má dle žaloby odpovědnost nést. Jde tedy o obrácení důkazního břemene. BörsG dále pro vznik odpovědnosti vyžaduje zavinění ve formě hrubé nedbalosti (grobe Fahrlässigkeit²¹⁰).

Ustanovení § 44 BörsG rozlišuje možné důsledky odpovědnosti podle toho, zda poškozený cenný papír ještě vlastní či nikoliv. Pokud je stále vlastníkem, přichází v úvahu naturální restituce, tedy vrácení kupní ceny a úhrada vzniklých nákladů. Pokud byl cenný papír již zcizen, může poškozený požadovat rozdíl mezi cenou, za kterou jej nabyt a cenou, za kterou jej prodal, a dále obvyklé náklady na prodej tohoto cenného papíru.

Promlčení práv dle § 44 BörsG nastane nejpozději po třech letech od okamžiku uveřejnění prospektu.

BörsG se tedy aplikuje pouze ohledně cenných papírů obchodovaných na regulovaném trhu. Samotný WpPG neobsahuje žádné zvláštní předpisy o odpovědnosti v jiných, obecných případech. Teorie však dovozuje, že ačkoliv se zde jedná o zřejmou

²⁰⁹ „Diejenigen, von denen der Erlass des Prospektes ausgeht.“

²¹⁰ Jak uvádí Buck-Heeb, hrubá nedbalost dle německé nauky znamená situaci, kdy byla porušena nezbytná péče zvláště těžkým způsobem. Velkou roli zde pak hrají subjektivní znalosti a předpoklady odpovědné osoby.

mezeru v právu a snad i opomenutí zákonodárce, je třeba analogicky aplikovat ustanovení § 44 BörsG, nicméně rovněž se aplikují §§ 13 a 13a VerkProspG. Důležitým závěrem je i skutečnost, že odpovědnosti podle § 13 VerkProspG a § 44 BörsG podléhají i prospekty, která byly uznány na základě evropského pasu.

Ustanovení o odpovědnosti se aplikují pouze na prospekty schválené ze strany BaFIN. Odpovědnost proto nelze vztáhnout na prospekty vyhotovené dobrovolně. V tomto případě se neaplikuje ani civilní odpovědnost (viz k tomu blíže výklad v další podkapitole). Nicméně není vyloučena odpovědnost dle § 13a VerkProspG týkající se neexistujícího prospektu.

4.2.4.2 Civilní odpovědnost za obsah, úplnost a existenci prospektu

V ostatních případech mimo aplikaci WpPG, resp. BörsG je třeba dle Buck-Heeb aplikovat obecnou civilní, resp. občansko-právní odpovědnost. Tato odpovědnost pak vychází z toho, že prospekt musí zájemci nastítnit pravý náhled o dané nabídce a musí být tedy pravdivý a úplný. Pokud toto není splněno, dochází k porušení důvěry zájemce a aplikují se ustanovení §§ 311 odst. 2, 241 odst. 2 a 280 odst. 1 BGB, tedy mj. cupla in contrahendo. V tomto případě se jedná o odpovědnost z prospektu v širším významu (Prospekthaftung im weiteren Sinne).²¹¹ Přitom pojem prospektu je v civilní teorii vykládán širěji, kdy se jedná již o jakoukoliv písemnou zprávu, která obsahuje údaje, které mohou neomezenému okruhu osob umožnit posouzení investice. Judikatura německých soudů vychází pak rovněž z toho, že prospekt je základem pro rozhodnutí investora, přičemž investor očekává, že tento dokument bude obsahovat úplný obraz o nabízeném instrumentu nebo investici. Investor tedy očekává, že prospekt ho bude informovat o všech skutečnostech, které mají podstatný význam pro jeho rozhodnutí nebo tento význam mít mohou, a že jsou tyto skutečnosti správné a úplné.

Další možností ochrany dle obecných civilních předpisů jsou speciální postupy na ochranu v rámci tzv. veřejných osobních společností

²¹¹ BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 5.

(Publikumpersonengesellschaften). Tyto společnosti působící především ve formě veřejných komanditních společností (Publikumkommanditgesellschaft) se postupem času velmi odlišily od jednoduchých komanditních společností, a proto německá judikatura vyvinula principy ochrany komanditistů v těchto formách společností. Je třeba dodat, že tyto společnosti jsou zařazovány do tzv. šedého trhu (grauer Kapitalmarkt)²¹², přičemž v tomto případě se jedná o německé specifikum. Na tomto trhu jsou obchodovány produkty a instrumenty, které nejsou většinou cennými papíry ve smyslu WpHG (Wertpapierhandelsgesetz; zákon o obchodování s cennými papíry). Jedná se o zejména o podíly na osobních obchodních společnostech. Trh není nijak organizovaný, nemá předepsaný okruh účastníků, chybí jakýkoliv dozor, pravidla nebo povinnosti publicity. Nicméně podléhá samozřejmě alespoň obecným právním pravidlům. Tento šedý trh byl koneckonců dle Buck-Heeb hybným faktorem pro přijetí prvních pravidel na ochranu investorů, když v roce 1972 judikatura dovodila tzv. pravidla pro ochranu investorů (Grundsätze über den Anlegerschutz). Právě na základě těchto pravidel se vyvinuly později rovněž zásady pro civilní resp. občansko-právní odpovědnost za obsah prospektu, jak uvedeno výše. V roce 2004 pak celý proces vyvrcholil přijetím zákona na zlepšení ochrany investorů (Anlegerschutzverbesserungsgesetz), který se aplikuje na instrumenty, které nespadají pod WpPG.

Obecně se připouští i další formy odpovědnosti ve specifických případech, a to rovněž v rovině trestněprávní dle § 264a německého trestního zákona, který upravuje podvod ohledně kapitálových vkladů (Kapitalanlgebetrug).

Buck-Heeb rovněž uvádí, že porušením předpisů WpPG, BörsG nebo VerkProspG nedochází k neplatnosti již uzavřených smluv o převodech cenných papírů. V těchto případech totiž dochází k neplatnosti a zákazu veřejné nabídky jako takové, nikoliv smluv na jejím základě uzavíraných. Platnost smluv tedy porušením předpisů o veřejné nabídce a prospektu zůstává nedotčena.

²¹² BUCK-HEEB, Petra. Kapitalmarktrecht. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5. s. 47.

4.2.4.3 Odpovědnost podle německého zákona o prodejním prospektu (VerkProspG)

Ustanovení o odpovědnosti dle tohoto zákona se aplikují v případě nesprávných a neúplných prospektů dle WpPG, které nejsou připuštěny a obchodovány na regulovaném trhu a dále prospektů ohledně majetkových vkladů dle VerkProspG. Nicméně i v těchto případech zákon odkazuje na některá ustanovení BörsG (§ 13 odst. 1 VerkProspG).

Obecné podmínky pro vznik odpovědnosti dle VerkProspG jsou velmi podobné odpovědnosti dle § 44 a násl. BörsG. Obdobně se tak posuzuje pojem nesprávnosti a neúplnosti prospektu, okruh odpovědných osob a nutný kauzální nexus, přičemž i v tomto případě je důkazní břemeno otočeno, a osobě, proti níž nárok z odpovědnosti směřuje. Stejně tak se vyžaduje zavinění ve formě hrubé nedbalosti²¹³. Rozdílnost lze nalézt však v nárocích, které lze uplatnit, a to v případě nabytí práv v osobních společnostech. V těchto případech totiž nepřicházejí v úvahu podíly, a tedy jejich vrácení či zpětný prodej, proto dochází k modifikaci práva na zpětný odkup na právo odstoupení od smlouvy nebo výpověď s účinky vystoupení (Austrittskündigung).

VerkProspG obsahuje dále v § 13a úpravu odpovědnosti za neexistující prospekt, ačkoliv povinnost vyhotovit, nechat schválit a uveřejnit prospekt vyplývá z WpPG nebo z VerkProspG. Tento druh odpovědnosti se týká pouze cenných papírů dle WpPG neobchodovaných na regulovaném trhu a dále majetkových podílů dle VerkProspG. Cenné papíry obchodované a připuštěné na regulovaný trh nemohou do této kategorie spadnout, neboť u nich nepřipadá v úvahu možnost, že by na regulovaném trhu byly obchodovány bez vyhotoveného a schváleného prospektu.

Nároky lze uplatňovat pouze tehdy, pokud byl daný instrument nabyt během šesti měsíců od první veřejné nabídky těchto instrumentů ve Spolkové republice Německo. Odpovědnost podle § 13a VerkProspG je odpovědností objektivní a zavinění tak nehraje roli. Stejně tak se předpokládá kauzální nexus, tedy fakt, že škoda vznikla

²¹³ K tomuto pojmu viz výše poznámka pod čarou č. 212.

proto, že nebyl uveřejněn prospekt. Není tedy třeba dokazovat, že by nabyvatel daný instrument nenabyl, pokud by byl řádně uveřejněn prospekt.

Poškozený může v případě porušení § 13a VerkProspG požadovat po emitentovi nebo osobě nabízející tento instrument (oba jsou odpovědni společně a nerozdílně) zpětné převzetí instrumentu oproti uhrazení ceny, za kterou jej nabyl, a s tím spojené obvyklé náklady. Pokud byl instrument již zcizen, lze požadovat rozdíl mezi jeho nákupní a prodejní cenou. Zákon pak výslovně stanoví, že vedle toho lze uplatňovat další nároky dle občanského práva ze smluv nebo z úmyslného nedovoleného jednání (§ 13a odst. 6 věta 2. VerkProspG).

5. Závěr

Základním cílem práce bylo popsat právní úpravu a podmínky veřejné nabídky cenných papírů v českém prvním řádu a dále ve vybraných zahraničních právních úpravách. Ze zahraničních úprav se práce věnovala úpravě veřejné nabídky cenných papírů ve Spojených státech amerických a dále ve Spolkové republice Německo.

Česká právní úprava veřejné nabídky cenných papírů sice vychází z jednotné koncepce dané harmonizovanou úpravou na úrovni Evropské unie, nicméně je zřejmé, že celá problematika má mnohem širší základ. To především v oblasti některých institutů a jednání, které se dotvářejí výkladovými pravidly soudů nebo příslušných orgánů dohledu nad kapitálovým trhem. Je zřejmé, že v České republice chybí v porovnání s posuzovanými cizími právními řády širší odborná diskuze ohledně problémů souvisejících s veřejnou nabídkou cenných papírů a naprosto absentují jakákoliv soudní rozhodnutí týkající se posuzované problematiky. Tento stav lze však pochopit, neboť kapitálový trh je v České republice velmi málo rozvinutý a především soukromé investice drobných investorů, na které ochrana úpravy veřejné nabídky cílí, jsou v porovnání např. se Spolkovou republikou Německo činěny velmi málo. Ovšem právě malý trh soukromých investicí o to více vyžaduje stabilnější základy a právní jistotu. Za této situace je pak významným zdrojem inspirace pro výklad mnohých ustanovení právě zahraniční odborná literatura a judikatura.

Na základě vybraných témat ze zahraniční úpravy veřejné nabídky cenných papírů lze učinit závěr, že rozsah ochrany investorů dle české úpravy je příliš úzký a dopadá pouze na některé vybrané instituty a jednání emitentů a osob činících veřejnou nabídku cenných papírů. Limitace české úpravy vychází předně z podstatně užší definice cenného papíru, než jak jej zná například právo americké. Zajímavým v této souvislosti je výklad amerických soudů rozsahu pojmu „security“ dle Securities Act 1933 co se týče tzv. investiční smlouvy („investment contract“). Podle klíčového rozhodnutí SEC versus W.J.Howey Co. je pod pojmem investiční smlouvy a tím i „security“ třeba rozumět umístění kapitálu nebo vyložení peněz způsobem, kdy bylo zamýšleno zajistit příjem nebo zisk ze zapojení těchto prostředků. Pojem „security“ a

tedy obecněji cenného papíru dopadá tak na veškerá jednání, kdy dochází k investování prostředků prostřednictvím společného podniku v očekávání zisku a prostřednictvím úsilí jiných osob. Americké právo tak rozšiřuje ochranu na každou investici splňující tato kritéria, aniž by se formálně omezovalo na pouhý pojem cenného papíru, jak jej vnímá české právo či obecně právo kontinentální. Navíc logicky vychází z principů a účelu zákona a úpravy veřejné nabídky cenných papírů, kterým je ochrana investorů a zajištění jejich dostatečné informovanosti k učinění odpovědného investičního rozhodnutí.

Podle českého práva by výše uvedený rozsah výkladu pojmu cenného papíru musel znamenat zahrnutí pod ochranu podle ZPKT takových investic jako jsou podíly ve společnoosti s ručením omezeným, v družstvu nebo dokonce i ve formě sdružení ve smyslu ObčZ. Pochopitelně s ohledem na historický vývoj pojmu cenný papír v rámci kontinentálního práva by takovýto výklad byl naprosto nesystematický a odporující zde používané terminologii. To však nic nemění na tom, že americké soudy a americký zákonodárce mnohem pečlivěji a účelněji chrání zájmy investorů, když podobný výklad umožňují. A koneckonců jak tato práce dokazuje, i v rámci kontinentálního práva je zřejmé, že problém lze účelně řešit, byť jinými prostředky. Inspirací může být německý zákon o prodejním prospektu popsáný v této práci. Tento zákon v podstatě dubluje úpravu povinností souvisejících s veřejnou nabídkou cenných papírů, resp. povinností ohledně vyhotovení a uveřejnění prospektu cenného papíru dle německého zákona o prospektu, ovšem vztahuje se na typy investic, které právě nespádají pod zákon o prospektu, tedy na především investice mimo pojem cenných papírů. Konkrétně zákon o prodejním prospektu upravuje nabídky majetkových podílů, svěřenských majetkových podílů či podíly na různých uzavřených fondech. Toto vymezení se velmi blíží vymezení rozsahu amerického Securities Act 1933 co se týče investiční smlouvy.

Je zřejmé, že popisované cizí právní řády umožňují mnohem efektivnější ochranu investic, než jak to činí právo české, které z tohoto pohledu přejímá pouze minimální standard ochrany. Zahrnutí i jiných typů investic pod ochranu obdobnou prospektové ochraně při veřejné nabídce cenných papírů dle ZPKT by proti jistě mělo

být minimálně předmětem odborných diskuzí a v konečném důsledku i předmětem úpravy de lege ferenda v České republice.

S ohledem na absenci výkladových stanovisek a judikatury k ZPKT ohledně veřejné nabídky cenných papírů lze za cennou inspiraci považovat německou odbornou literaturu a judikaturu, která je popsána výše v této práci. Obecně lze dovodit, že korektivem veškerého výkladu veřejné nabídky cenných papírů je a musí být především účel této úpravy, kterým je ochrana drobných a nekvalifikovaných investorů, zajištění jejich plné informovanosti a umožnění učinění odpovědného investičního rozhodnutí. Z těchto zásad vychází rovněž některé konkrétní povinnosti a pravidla veřejné nabídky, jako forma a způsob vyhotovení obsahu prospektu cenného papíru, způsob jeho zveřejnění či vymezení veřejné nabídky cenných papírů vůči private placement.

Je nutno tedy uzavřít, že výklad, který by tento výše uvedený korektiv nerespektoval, by byl proti smyslu úpravy veřejné nabídky cenných papírů.

6. Seznam zkratek

AktG	Aktiengesetz z 6. září 1965 (BGBl. I S. 1089), německý zákon o akciové společnosti
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, německý úřad pro dohled nad finančními službami.
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch ve znění oznámení ze dne 2. ledna 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), německý občanský zákoník
BGH	Bundesgerichtshof, německý spolkový soudní dvůr.
BörsG	Börsengesetz zde dne 16. července 2007 (BGBl. I S. 1330, 1351), německý zákon o burzách
CESR	The Committee of European Securities Regulators, výbor pro evropskou regulaci cenných papírů, který byl ustanoven Evropskou Komisí 6. června 2001
KStG	Körperschaftsteuergesetz ve znění oznámení ze dne 15. října 2002 (BGBl. I S. 4144), německý zákon o korporátních daních.
N.A.S.D.	National Association Of Securities Dealers, americká národní asociace obchodníků s cennými papíry.
MiFid	The Markets in Financial Instruments Directive, směrnice č. 2004/39/ES, směrnice o trzích finančních instrumentů
ObčZ	Zákon č. 40/1964 Sb., občanský zákoník.
ObchZ	Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník.
SEC	Securities and Exchange Commission, americká komise pro cenné papíry.
VerkProspG	Verkaufsprospektgesetz ve znění oznámení ze dne 9. září 1998 (BGBl. I S. 2701), německý zákon o prodejním prospektu
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz ve znění oznámení ze dne 9. září 1998 (BGBl. I S. 2708), německý zákon o obchodování s cennými papíry.
WpPG	Wertpapierprospektgesetz ze dne 22. července 2005 (BGBl. I S. 1698), německý zákon o propektu.
ZCP	Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech.

ZoD	Zákon č. 190/2004 Sb., o dluhopisech.
ZKI	Zákon č. 189/2004 Sb., o kolektivním investování.
ZPKT	Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

7. Použitá literatura

Monografie, učebnice, komentáře

ARNDT, Jan-Holger; VOß, Thorsten. *Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) : Kommentar*. München : Beck Juristischer Verlag, 2008. 727 s.

ASSMANN, Heinz-Dieter. *Verkaufsprospektgesetz : Verkaufsprospekt-Verordnung, Verkaufsprospektgebühren-Verordnung ; Kommentar*. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2001. 1 s. ISBN 3-504-40066-8.

ASSMANN, Hanz-Dieter. *Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar*. 5. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2009. ISBN 978-3-504-40087-3

ASSMANN, Heinz-Dieter; SCHLITT, M; KOPP-COLOMB, W.V. *Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz. Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProskGebV*. 2. Köln : Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. ISBN 978-3-504-40099-6.

BAKEŠ, Milan, et al. *Finanční právo*. 5., C.H.Beck, 2009. .ISBN 978-80-7400-801-6.

BERRAR, Carsten. *Frankfurter Kommentar zum WpPG und zur EU-ProspektVO*. Frankfurt : Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 2011. ISBN 978-3-8005-1471-7.

BROX, Hans. *Handelsrecht und Wertpapierrecht*. 14. München : C.H. Beck, 1999. ISBN 3-406-44833-X.

BUCK-HEEB, Petra. *Kapitalmarktrecht*. 4. München : C.F.Müller, 2010. ISBN 978-3-8114-9779-5.

COFFEE, John; SELIGMAN, Joel; SALE, Hillary. *Securities Regulation*. New York : Foundation Press, 2006.

COX, James; HILLMAN, Robert; LANGEVOORT, Donald. *Securities Regulation: Cases and Materials*. Wolters Kluwer, 2009. 1232 s. ISBN 978-0-7355-7805-0.

ČERNÁ, Stanislava. *Koncernové právo v Německu, Evropské unii a České republice*. Praha: C.H.Beck, 1999. s. 140. ISBN 80-7179-245-4

ČERNÁ, Stanislava. *Obchodní právo. Akciová společnost. 3. díl*. Praha: ASPI, 2006.

ČERNÁ, Stanislava. *Faktický koncern, ovládací smlouva a smlouva o převodu zisku*. Praha: Linde, 2004.

DĚDIČ, Jan. *Burza cenných papírů a komoditní burza*. Praha : Prospektum, 1992. ISBN 80-85431-62-9.

- DĚDIČ, Jan; PAULY, Jan. *Cenné papíry*. Praha : Prospektum, 1994. ISBN 80-86431-98-X.
- DVOŘÁK, Petr. *Bankovníctví pro bankéře a klienty*. 3. Praha : Linde, 2005.
- ELSTER; Nico. *Europäisches Kapitalmarktrecht : Rechts des Sekundärmarktes*. München : C.H.Beck, 2002. ISBN 3-406-48728-9.
- FUCHS, Andreas. *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) : Kommentar*. München : Beck Juristischer Verlag, 2009. 2190 s.
- GROß, Wolfgang. *Kapitalmarktrecht : Kommentar*. München : Beck Juristischer Verlag, 2009. 476 s.
- HAENTJENS, Matthias. *Harmonisation Of Securities Law : Custody and Transfer of Securities in European Private Law*. The Netherlands : Kluwer Law International, 2007. 324 s. ISBN 9789041126399.
- HENDRYCH, Dušan, et al. *Právníký slovník*. 3. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-059-1.
- HOLZBORN, Timo. *Wertpapierprospektgesetz : WpPG ; mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften ; Kommentar*. Berlin : Erich Schmidt Verlag GmbH&Co, 2008. ISBN 978-3-503-11011-7.
- HUECK, Alfred; CANARIS, Claus-Wilhelm. *Recht der Wertpapiere*. 12. München : Franz Vahlen, 1986. ISBN 3-8006-1172-4.
- CHIU, Iris. *Regulatory Convergence in EU Securities Regulation*. Kluwer Law International, 2008. 323 s. ISBN 9789041126689.
- J, Kotásek, et al. *Kurs obchodního práva : právo cenných papírů*. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. 4 s. ISBN 978-80-7179-454-7.
- KOVAŘÍK, Zdeněk. *Směnka a šek v České republice*. 5. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 80-7179-549-6.
- LANG, Volker. *Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen : rechtliche Grundlagen, typenspezifische Anforderungen, Haftung*. München : C.H. Beck, 2003. ISBN 3-406-49632-6.
- LENENBACH, Markus. *Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht*. 2. Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH, 2010. ISBN 3-8145-8127-9.
- MOLONEY, Niahm. *EC Securities Regulation*. Oxford : Oxford University Press, 2008. ISBN 9280199202744.

PELIKÁNOVÁ, Irena. *Komentář k obchodnímu zákoníku. 1. díl. . 4.* Praha : ASPI Publishing, 2004. ISBN 80-7357-009-2.

PELIKÁNOVÁ, Irena. *Komentář k obchodnímu zákoníku. 2.díl (s přihlédnutím k evropskému právu).* 2. Praha : Linde, 1998. ISBN 80-7201-130-8.

RATNER, David L. *Securities Regulation in a Nutshell.* 7. [s.l.] : West Publishing Company, 2002. ISBN 0314256571.

RICHARDI, Reinhard. *Wertpapierrecht : e. Lehrbuch .* Heidelberg : C.F. Müller Juristischer, 1987. ISBN 3-8114-2187-5.

SCASCHL; Tatjana. *Stock Options ,Mitarbeiterbeteiligung über Aktienoptionen.* Wien: Manzsche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, 2000. ISBN 3-214-04953-4.

SODERQUIST, Larry D. *Securities Regulation.* 2. [s.l.] : Foundation Press. 2nd Edition. ISBN: 1587787377

SODERQUIST, Larry D. *Securities Regulation.* .6 [s.l.] : Foundation Press. ISBN: 1599411555.

STEINMEYER, R; HÄGER, M. *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz Kommentar.* 2. München : Verlag Franz Vahlen, 1986. ISBN 3800611724.

ŠTENGLOVÁ, Ivanka; PLÍVA, Stanislav; TOMSA, Miloš. *Obchodní zákoník: Komentář.* 12. Praha : C.H.Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-055-3.

UNZICKER, Ferdinand. *VerkProspG: Kommentar zum Verkaufsprospektgesetz und zur Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung.* Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum GmHb, 2010. ISBN 9783814581521.

Odborné články

ANDERS, Julia; ROTHENHÖFER; Kay. Anlegerschutz im Wertpapiergeschäft und AGB in der Kreditwirtschaft – Bericht über den Bankrechtstag am 25. Juni 2010 in Bonn. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht.* 2010, 64, 31. s. 1429-1476.

APFELBACHER, Gabriele; METRZNER, Manuel. Das Wertpapierprospektgesetz in der PRaxis – Eine erste Bestandsaufnahme. *BKR : Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht.* 2006. s. 81-124.

ČERNÁ, Stanislava. Zaknihované akcie a anonymita akcionáře v české, francouzské a německé úpravě. *Právní praxe a podnikání.* 1994, 2, s. 6.

ČERNÁ, Stanislava. Dluhopisy v akciové společnosti. *Právo a podnikání,* 1998, 5.

ČERNÁ, Stanislava. Veřejný návrh smlouvy o koupi akcií a obrana proti ovládnutí společnosti. *Právní rádce,* 1998, 6.

DĚDIČ, Jan. Prospekt cenného papíru. *Obchodní právo*. 1994, 1.

Elsen, R. J.; Jäger, L.: Revision der Prospekttrichtlinie – Überblick wesentlicher Neuerungen. BKR : Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht. Bd. 10. H. 3. München: Beck 2010.

FLEISCHER; Holger; SCHMOLKE, Klaus-Ulrich. Zum beabsichtigten Ausbau der kapitalmarktrechtlichen Beteiligungstransparenz bei modernen Finanzinstrumenten (§§ 25, 25a DiskE – WpHG). *NZG*. 2010, 22. s. 846-854.

KINDL, Jiří. Nabídka převzetí účastnických cenných papírů a kontrola spojování soutěžitelů. *Právní rádce*. 2007, 1.

KIRK, Davenport, et al. Securities offerings and listings in the US : an overview for non-US issuers. *International Financial Law Review*. 2007, 1, s. 1-132.

KOKEŠ, Jiří. Lze směnku považovat za investiční nástroj? *Právní rozhledy*. 2005, 2, s. 60.

OTRUBA, Tomáš; PŘECECHTĚL, Petr ; DAVID, Josef. Zákon o nabídkách převzetí. *Právní rádce*. 2008.

PIHERA, Vlastimil. Veřejné nabídky cenných papírů. *Právní rozhledy*. 2003, 5/2003, s. 220.

RANDA, Antonín. O cenných papírech, obzvláště skripturních obligacích. *Právník*. 1889, s. 1.

SCHLITT, Michael; SCHÄFER, Susanne. Drei Jahre Praxis unter dem Wertpapierprospektgesetz - eine Zwischenbilanz. *Die Aktiengesellschaft*. 2008, 53, 15, s. 525-536.

SCHNORBUS, York. Die prospektfreie Platzierung von Wertpapieren nach dem WpPG. *Die Aktiengesellschaft*. 2008, 53, 11, s.389-410.

SMUTNÝ, Aleš. Poznámky k definici veřejné nabídky. *Právní rozhledy*. 2008, 18, s. 679.

Abstrakt v českém a anglickém jazyce

Abstrakt v českém jazyce

Veřejná nabídka cenných papírů

Disertační práce se zabývá problematikou veřejné nabídky cenných papírů v České republice, USA Spolkové republice Německo. Úvodní část se věnuje problematice definice cenného papíru, popisu jednotlivých druhů cenných papírů dle českého práva a poté podrobnějšímu vymezení nových forem cenných papírů – derivátů. Podrobněji se práce dále věnuje vymezení pojmu „security“ ve smyslu amerického Securities Act 1933. Tato část práce rovněž popisuje některé zásadní soudní rozhodnutí amerického Nejvyššího soudu jako např. SEC versus W.J.Howey Co., SEC versus Koscot Interplanetary, Inc. nebo Landerth Timber Co. versus Landerth.

Hlavní část práce, která je věnovaná veřejné nabídce cenných papírů popisuje především definici veřejné nabídky a její vymezení, následně pak jednotlivé fáze procesu veřejné nabídky cenného papíru, výjimky z definice samotné a rovněž výjimky z povinnosti vyhotovovat a uveřejňovat prospekt cenného papíru. Stejně jako u vymezení pojmu cenného papíru, i ve své hlavní části se práce zabývá vymezením pojmu veřejná nabídka cenných papírů ve Spojených státech amerických a ve Spolkové republice Německo.

S ohledem na harmonizovanou evropskou úpravu veřejné nabídky cenných papírů a povinností souvisejících s vypracováním a schválením prospektu cenného papíru se práce rovněž věnuje závěrům německé nauky ohledně definice veřejné nabídky a výjimek z této definice, neboť základní předpisy jsou v obou jurisdikcích totožné. Odborná diskuze v českém prostředí je ohledně tématu veřejné nabídky cenných papírů minimální, a proto je velmi rozvinutá diskuze ve Spolkové republice Německo cennou inspirací a návodem výkladu mnohých ustanovení a pojmů rovněž v českém prostředí.

Práce se dále v rámci popisu zahraničních právních úprav zabývá speciálními instituty ochrany drobných investorů, především různým typům investic, které dle české úpravy pod ochranu v rámci veřejné nabídky cenných papírů vůbec nespádají. Jedná se např. o investment contract dle výkladu některých ustanovení amerického Securities Act 1933 nebo o prospektové povinnosti podle německého Verkaufsprospektgesetz. Těmito předpisy dochází k podstatnému rozšíření prospektové ochrany rovněž na investice, které nejsou v českém právu obdobným způsobem chráněny (jako např. investice do společnosti s ručením omezeným nebo investice v rámci sdružení dle občanského zákoníku). Zahraniční úprava popsaná v této práci je tak pro českou úpravu bezesporu velmi inspirující de lege ferenda.

Abstrakt v anglickém jazyce

Public offering of Securities

Dissertation thesis focuses on public offering of securities according to the Czech Law, USA Law and German Law. The first part of the dissertation thesis describes the definition of securities and basic types of securities according to the Czech law. Subsequently, new types of securities like derivatives are described in more detail. Following part of the dissertation thesis analyzes interpretation of the term „security“ according to the USA Securities Act of 1933. This part of the dissertation thesis covers the most important case-law such as SEC versus W.J.Howey Co., SEC versus Koscot Interplanetary, Inc. or Landerth Timber Co. versus Landerth.

The main part of the dissertation thesis is concerned with the legal regulation of the public offering of securities. Especially the definition of the public offering is more closely analyzed, while as the basis for the definition the German professional literature and commentaries regarding prospectus and public offering according to the German Law and EU Law were used. Further inspiration for the Czech interpretation of the term public offering was the case-law of the Supreme Court of the USA.

Since the public offering law is harmonized in the EU according to the Prospectus Directive No. 2003/71/EC, the interpretation of basic terms and duties of the issuer should be uniform. Because of the lack of case-law or interpretations of Czech public offering law, German case-law and interpretation of the BaFin and German Commentaries regarding German Prospectus Act (WpPG) are very useful inspiration for the Czech Law. Therefore the main part of the dissertation thesis is focused on the German Law.

The dissertation thesis deals with some instruments and special forms of protection of small investors, which are unknown to the Czech Law. Comparing the extent of the protection of small investors according to the USA Law or German Law, we have to conclude that this protection according to the Czech Law is insufficient. Especially the inclusion of the investment contract under the definition of security according to the USA Securities Act of 1933 or the German Sell-Prospectus Act (Verkaufsprospektgesetz) provide to the investors in USA and in Germany wide protection by more types of investments regardless of the form of the investment. Contrary to this, Czech Law is strictly limited only to investments into securities as understood according to the Czech Law. As a result, investments in other forms (e.g. Limited Liability Company or Company of Civil Law) are not protected.

Since the Czech capital market is still very undeveloped, there is a lack of appropriate investor's protection. This dissertation thesis offers some inspiration for the Czech Public Offering Law *de lege ferenda* and some inspiration for interpretation of many provisions of the Public Offering Law and duties and rights of the involved parties like issuers or entities or persons liable for the public offer of securities and content of the prospectus.

Klíčová slova

veřejná nabídka, cenné papíry

public offering, securities